

ANALISIS PENGARUH RASIO-RASIO KEUANGAN ALTMAN TERHADAP HARGA SAHAM

**STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN PENGOLAHAN
MAKANAN DAN MINUMAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK JAKARTA**

TESIS

*Diajukan kepada Pengelola Program Studi Magister Manajemen
Universitas Diponegoro
Untuk memenuhi salah satu syarat guna memperoleh
Derajat Sarjana - S2 Magister Manajemen*



Diajukan oleh :

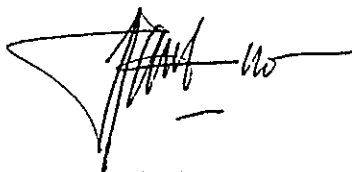
Nama : HANDOJO

NIM : C 4 A 098159

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
TAHUN 2001**

Sertifikat

Saya, Handojo, yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.



H a n d o j o,
5 Januari 2001

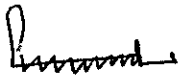
PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul:

**ANALISIS PENGARUH RASIO-RASIO KEUANGAN
ALTMAN TERHADAP HARGA SAHAM
STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN PENGOLAHAN
MAKANAN DAN MINUMAN YANG TERDAFTAR DI BURSA
EFEK JAKARTA**

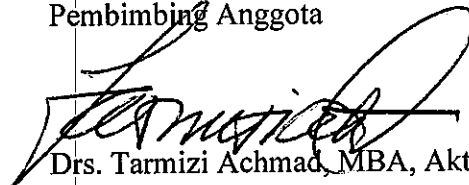
Yang disusun oleh Handojo, NIM C4A098159
telah dipertahankan didepan Dewan Penguji pada tanggal 5 Januari 2001
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama



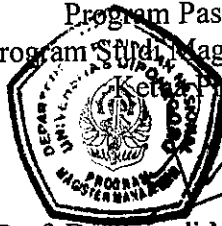
Drs. Daryono Rahardjo, MM

Pembimbing Anggota



Drs. Tarmizi Achmad, MBA, Akt.

Semarang, 5 Januari 2001
Universitas Diponegoro
Program Pasca Sarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

MOTTO

All glory comes from daring to begin

Kupersembahkan kepada:

1. Bapak dan Ibu yang tercinta
2. Irawati Santoso terkasih dan Johnson Johanes Handojo serta Karensa Jeselyn Handojo yang tersayang

ABSTRACT

The fast development of Indonesia capital market has happened since the end of 1988 in accordance with banking and capital market regulations during the years 1986-1988. In another aspect of this development requires investors to manage more information which is available with variety of technical analysis. One of the technical analysis is Altman's model of bankruptcy prediction which is able to predict the possibility of bankruptcy for evading portfolio depreciation held by the investors. In above-mentioned analysis, the investors use one set of financial ratio which has the same type of profitability, leverage, and liquidity ratio. Logically, the investors who have used Altman's ratios in their analysis will consider the set of ratio in selling and buying shares so the Altman's ratios have the influence to shares price

This research was done based on wanting to know the influence of Altman's financial ratios to shares price of Food & Beverages manufacture in Jakarta Stock Exchange.

This research is empirical study for getting to know the influence of Altman's financial ratios to shares price. The financial data which are used from financial report of Food & Beverages manufacture in Jakarta Stock Exchange are from the year 1995-1999. The financial ratios which are independent variable used by Altman for predicting enterprise bankruptcy, i.e.: Working Capital/Total Assets (WC/TA), Retained Earnings/Total Assets (RE/TA), Earnings Before Interest and Taxes/Total

Assets (EBIT/TA), Book Value of Equity/ Book Value of Total Liabilities (BVE/TL), Sales/Total Assets (S/TA).

The analysis instrument is linier regression. F-test outcome showed that WC/TA, RE/TA, EBIT/TA, BVE/TL, S/TA variable simultaneously together influencing shares price. The result of analysis through t-test showed that WC/TA, RE/TA and EBIT/TA ratios have influence significantly to shares price.

ABSTRAKSI

Perkembangan pesat pasar modal Indonesia terjadi sejak akhir tahun 1988 sejalan dengan deregulasi perbankan dan pasar modal pada tahun 1986-1988. Disisi lain perkembangan ini menuntut masyarakat/para *investor* untuk mengolah lebih informasi yang tersedia dengan berbagai teknik analisis yang ada. Salah satu teknik analisis adalah model prediksi kebangkrutan dari Altman yang mampu memprediksi kemungkinan kebangkrutan untuk menghindari penurunan nilai dari portofolio yang dipegang oleh para *investor*. Dalam analisa tersebut, para *investor* menggunakan satu set rasio keuangan yang memiliki type yang sama yaitu rasio-rasio *profitability*, *leverage*, dan *liquidity*. Logikanya, para *investor* yang telah memanfaatkan rasio-rasio Altman dalam analisisnya akan mempertimbangkan rasio tersebut dalam jual beli saham sehingga rasio-rasio memiliki pengaruh terhadap harga saham.

Penelitian ini dilakukan didasari tujuan hendak mengetahui pengaruh rasio-rasio keuangan Altman terhadap harga saham sektor industri pengolahan Makanan dan Minuman (*Food & Beverages*) di Bursa Efek Jakarta.

Penelitian ini merupakan penelitian empiris untuk mengetahui pengaruh rasio-rasio keuangan Altman terhadap harga saham. Data keuangan yang digunakan adalah laporan keuangan perusahaan sektor industri pengolahan Makanan dan Minuman (*Food & Beverages*) di Bursa Efek Jakarta untuk tahun 1995 sampai dengan 1999. Rasio-rasio keuangan yang merupakan variabel independen adalah rasio-rasio yang

digunakan Altman untuk memprediksi kebangkrutan perusahaan, yaitu: *Working Capital/Total Assets (WC/TA)*, *Retained Earnings/Total Assets (RE/TA)*, *Earnings Before Interest and Taxes/Total Assets (EBIT/TA)*, *Book Value of Equity/ Book Value of Total Liabilities (BVE/TL)*, *Sales/Total Assets (S/TA)*.

Alat analisis yang digunakan adalah regresi linier. Hasil Uji-F menunjukkan bahwa variabel WC/TA, RE/TA, EBIT/TA, BVE/TL, S/TA secara bersama-sama berpengaruh terhadap harga saham. Hasil analisis melalui uji-t menunjukkan bahwa rasio WC/TA, RE/TA dan rasio EBIT/TA masing-masing berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham.

KATA PENGANTAR

Puji syukur kepada Tuhan yang penuh kasih, atas berkat rahmatNya saya dapat menyusun tesis ini sebagai salah satu syarat dalam menyelesaikan pendidikan pada Program Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.

Kami sampaikan ucapan terima kasih kepada banyak pihak yang telah membantu dalam penyelesaian tesis ini, yaitu:

1. Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo sebagai Ketua Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.
2. Bapak Drs. Daryono Rahardjo, MM sebagai pembimbing utama dalam penyusunan tesis ini. Pemberian motivasi dan bantuan dalam bidang akademis sangat mendorong dalam penyelesaian tesis ini.
3. Bapak Drs. Tarmizi Achmad, MBA, Akt. sebagai pembimbing anggota, yang telah memberikan banyak inspirasi dan bahan acuan sehingga dapat memperlancar selesainya tesis ini.

Tesis ini mudah-mudahan berguna bagi praktisi dan peneliti selanjutnya khususnya mahasiswa Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.

Semarang, 5 Januari 2001

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
SURAT PERNYATAAN KEASLIAN TESIS	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
HALAMAN MOTTO/PERSEMBAHAN	iv
<i>ABSTRACT</i>	v
ABSTRAKSI	vii
KATA PENGANTAR	ix
DAFTAR TABEL	xiii
DAFTAR GAMBAR	xiv
DAFTAR LAMPIRAN	xv
 BAB I PENDAHULUAN	 1
1.1. Latar Belakang Penelitian	1
1.2. Perumusan Masalah	9
1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian	10
1.4. Metodologi	10
1.5. <i>Outline</i> dari Tesis	11
1.6. Definisi-Definisi Utama	13
1.7. Keterbatasan dan Asumsi Dasar	14

1.8. Kesimpulan	14
BAB II TELAAH PUSTAKA DAN MODEL PENELITIAN	16
2.1. Pendahuluan	16
2.2. Telaah Pustaka	16
2.2.1. Aspek Keuangan dalam Strategi Perusahaan	16
2.2.2. Kesulitan Keuangan dan Risiko Kebangkrutan	30
2.2.3. Model Prediksi Risiko Kebangkrutan dari Altman	35
2.3. Model dan Hipotesis	41
2.4. Definisi Operasional Variabel	42
2.5. Kesimpulan	43
BAB III METODE PENELITIAN	44
3.1. Pendahuluan	44
3.2. Jenis dan Sumber Data	44
3.3. Populasi dan Sampel	45
3.4. Metode Pengumpulan Data	45
3.5. Teknik Analisis	46
3.6. Kesimpulan	52
BAB IV ANALISIS DATA	53
4.1. Pendahuluan	53

4.2. Gambaran Umum Obyek Penelitian	53
4.3. Proses Pengujian dan Hasil Analisis Data	60
4.4. Pengujian Hipotesis	62
4.5. Kesimpulan	65
BAB V KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN	66
5.1. Pendahuluan	66
5.2. Kesimpulan Mengenai Masing-Masing Hipotesis	66
5.3. Kesimpulan Mengenai Masalah Penelitian	66
5.4. Implikasi pada Teori-Teori Manajemen	68
5.5. Implikasi pada Kebijakan Manajemen	68
5.6. Keterbatasan Penelitian	69
5.7. Agenda Penelitian Mendatang	70
Daftar Pustaka	71
Daftar Riwayat Hidup	75

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1.1.A. Produk Domestik Bruto menurut Lapangan Usaha	
Atas Dasar Harga Konstan 1993	4
Tabel 4.2.A. Perkembangan Bursa Efek Jakarta	57
Tabel 4.2.B. Distribusi Frekuensi Rata-Rata Aktiva Total	
Tahun 1995-1999	58
Tabel 4.2.C. Status Permodalan Perusahaan Makanan dan Minuman	59
Tabel 4.3.A. Hasil Uji Normalitas	60
Tabel 4.3.B. Hasil Uji Multikolinearitas	61
Tabel 4.4.A. Hasil Perhitungan Uji-F	62
Tabel 4.4.B. Hasil Perhitungan Regresi Linier Harga Saham Industri	
Pengolahan Makanan dan Minuman	62
Tabel 4.4.C. Hasil Perhitungan - Ringkasan Model	64

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 1.1.A. Perkembangan Kredit tahun 1995 – 2000 (trilyun Rp)	2
Gambar 1.1.B. <i>Net Profit/(Loss)</i> Industri Pengolahan Makanan dan Minuman 1994 – 1998 (milyar Rupiah)	5
Gambar 1.1.C. Prediksi Kebangkrutan Industri Pengolahan Makanan dan Minuman 1994 – 1998	7
Gambar 1.1.D. Harga Saham Rata-Rata di Bulan April – Industri Pengolahan Makanan dan Minuman Tahun 1995 – 1999	7
Gambar 2.2.1.A. Model Manajemen Strategik	18
Gambar 2.3.A. Kerangka Pemikiran Teoritis	42

DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran A Data Rasio Keuangan Tahun 1995 – 1999, *Z-Score II*, Harga Saham
Rata-Rata Bulan April Tahun 1996 - 2000
- Lampiran B Uji Normalitas
- Lampiran C Hasil Analisis Regresi Linier

BAB I

PENDAHULUAN

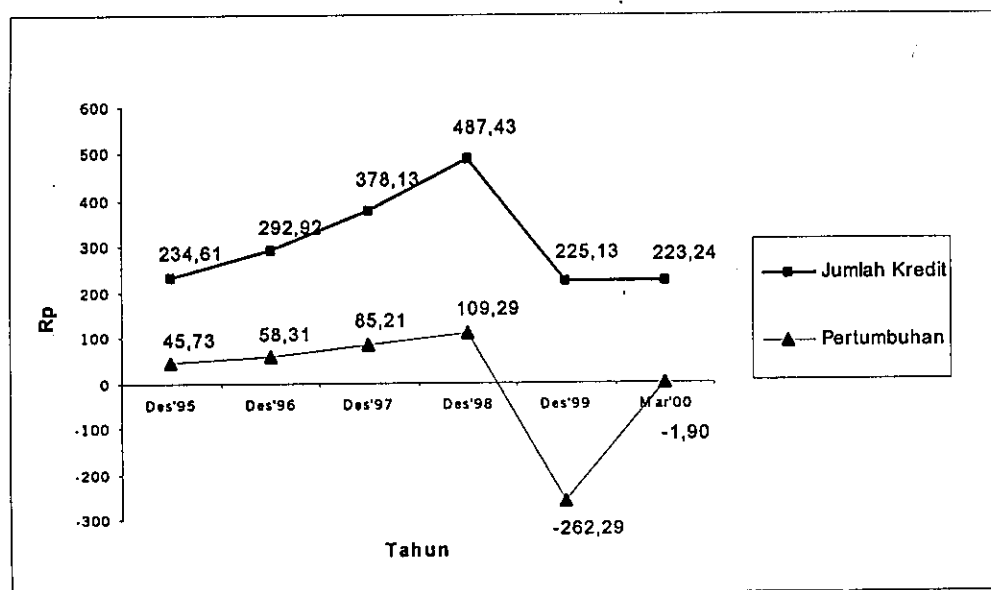
1.1. Latar Belakang Penelitian

Sejak awal krisis, Juli 1997, berbagai sektor industri di Indonesia menghadapi banyak kesulitan, termasuk kesulitan keuangan sehingga banyak perusahaan menghadapi risiko kebangkrutan yang tinggi. Fakta di BPPN, dari total kredit yang ditangani oleh BPPN sebesar Rp 238 trilyun, sebesar 84,60% didominasi kredit diatas Rp 50 milyar dan sebesar 29,06% dari total kredit tersebut merupakan utang macet 20 debitur kelas kakap. Bahkan kalau kita memperhatikan pendapat Kwik Kian Gie, mantan Menko Ekuin, sampai saat ini jumlah kredit macet perbankan sudah mencapai Rp 600 trilyun (Info Bank Januari No.245/2000 hal.14 dan Info Bank Juni No.250/2000 hal.12). Dengan demikian dapat dikatakan bahwa kredit korporasi banyak menimbulkan kredit macet dan ini merupakan pengalaman pahit bagi sektor perbankan. Tidak heran jika pemerintah banyak menutup bank (BBKU = Bank Beku Kegiatan Usaha) atau membekukan operasinya (BBO = Bank Beku Operasi), mengambil alih (BTO = Bank Take Over), dan memberi ijin tetap beroperasi tetapi harus mengikuti program rekapitalisasi (Suara Pembaruan, Minggu 14 Maret 1999).

Menurut Eko B. Supriyanto (Info Bank, No. 245 Januari 2000), secara umum dapat dikatakan bahwa banyaknya kredit macet tersebut disebabkan oleh faktor-faktor sebagai berikut: Pertama, tingginya *mark-up* sehingga nilai buku dari aset lebih besar

dari nilai sesungguhnya. Hal ini tercermin dari pengakuan BPPN dimana aset yang dikelola tidak sebesar nilai bukunya. Kedua, tidak adanya *good corporate governance* dan sistem pelaporan yang cukup baik, sehingga perusahaan menjadi sarana untuk kepentingan pemilik pengendali atau kepentingan politik, misalnya proyek mobnas. Ketiga, konsentrasi investasi hanya pada sektor-sektor tertentu, misalnya sektor properti. Keempat, struktur pembiayaan yang timpang dimana untuk kepentingan yang permanen/investasi dibiayai dengan sumber-sumber pembiayaan jangka pendek. Kelima, *mis-match* antara mata uang pembiayaan terhadap sumber penerimaan perusahaan yang tidak dilakukan lindung risiko (*hedging*).

Gambar 1.1.A. Perkembangan Kredit tahun 1995 – 2000
(trilyun Rp)



Sumber: Bank Indonesia serta Info Bank Oktober no.242/1999 dan Juni no.250/2000

Dilihat dari segi pendanaan, industri perbankan yang menjadi sumber utama para debitur mengurangi ekspansi kredit untuk semua sektor industri karena telah terjadi kredit yang *over expansive* sehingga mengakibatkan potensi kredit macet yang tinggi (*lihat gambar 1.1.A. diatas*). Disamping jumlah kredit dari perbankan mengalami pembatasan maka tingkat suku bunga pinjaman yang meningkat tajam sejak tahun 1997 dibandingkan tahun sebelumnya dan mencapai puncaknya ditahun 1998, hal ini tentunya berdampak adanya kesulitan keuangan di berbagai sektor industri.

Dari sudut pandang makro ekonomi, krisis yang terjadi sejak Juli 1997 lalu berdampak langsung pada struktur biaya produksi yang meningkat tajam, khususnya untuk industri yang menggunakan bahan baku impor, yaitu antara lain industri manufaktur, otomotif, elektronik, kimia dan industri alat-alat listrik (Harpindi, 1999). Otomatis, peningkatan biaya produksi tersebut berimplikasi pada harga jual produk yang menjadi lebih tinggi sehingga mengakibatkan barang yang bersangkutan kurang kompetitif di pasar domestik.

Lebih jauh jika dilihat dari sudut pandang Produk Domestik Bruto (PDB), di tahun 1997 hampir semua sektor usaha masih mengalami pertumbuhan positif, kecuali sektor Pertambangan dan Penggalan yang mengalami pertumbuhan negatif sebesar 1,78% (*lihat tabel 1.1.A.*). Memasuki tahun 1998, hampir semua sektor usaha menunjukkan pertumbuhan negatif kecuali dua sektor usaha yaitu sektor Pertanian, Peternakan, Kehutanan, dan Perikanan serta sektor Gas dan Air Minum yang

menunjukkan angka pertumbuhan positif masing-masing sebesar 1,31% dan 3,10%. Dari tabel 1.1.A. juga menunjukkan bahwa sektor usaha yang paling parah terkena imbas krisis moneter adalah sektor Bangunan dan Konstruksi dengan angka pertumbuhan minus 39,96% (bandingkan dengan tahun sebelumnya yang masih membukukan pertumbuhan sebesar 6,42%). Angka pertumbuhan minus tersebut jauh berada dibawah pertumbuhan negatif dari total Produk Domestik Bruto yaitu minus 13,29%. Pertumbuhan PDB yang minus di sektor Bangunan dan Konstruksi juga konsisten dengan hasil *Return On Investment* (ROI) di tahun yang sama yaitu minus sebesar 34,07% (*Indonesian Capital Market Directory* 1998).

**Tabel 1.1.A. Produk Domestik Bruto menurut Lapangan Usaha
Atas Dasar Harga Konstan 1993**

No.	Sektor Usaha	1997	Pertumbuhan (%)	1998	Pertumbuhan (%)
1	Pertanian, peternakan, kehutanan, dan perikanan	64.149	0,06	64.988	1,31
2	Pertambangan dan penggalian	38.182	(1,78)	37.353	(2,17)
3	Industri pengolahan	108.631	6,23	94.848	(12,69)
4	Listrik, Gas dan Air minum	5.414	11,64	5.582	3,10
5	Bangunan dan Konstruksi	35.037	6,42	21.035	(39,96)
6	Perdagangan, Hotel dan Restoran	73.161	5,46	60.253	(17,64)
7	Pengangkutan dan Komunikasi	32.204	8,43	26.975	(16,24)
8	Keuangan, Persewaan, dan Jasa Perusahaan	39.184	4,97	28.279	(27,83)
9	Jasa-jasa	37.724	4,97	36.739	(2,61)
	Produk Domestik Bruto (PDB)	433.685	4,70	376.052	(13,29)

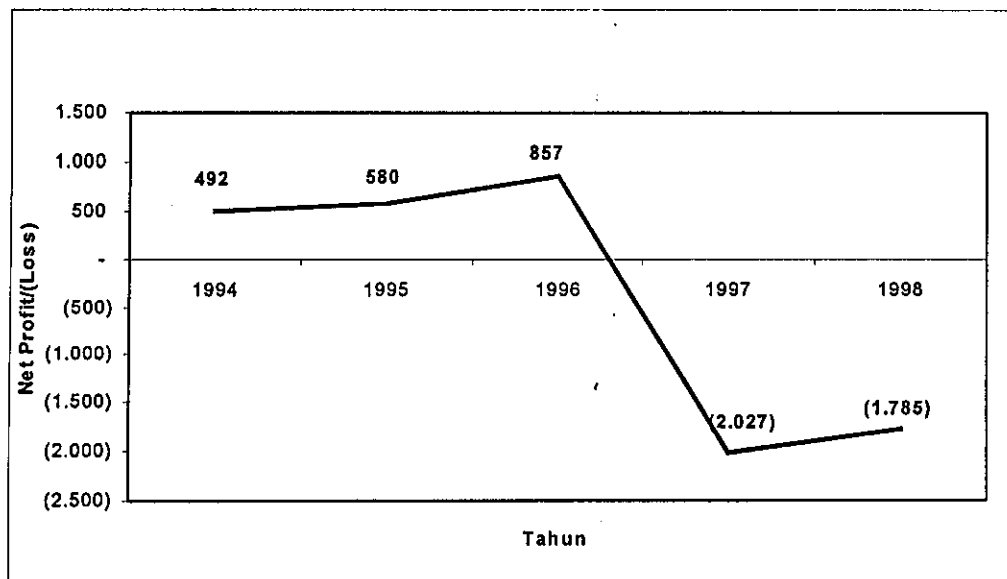
Sumber: Laporan Tahunan Bank Indonesia Tahun 1997/1998/1999

Menurut Silalahi, 1997, hasil riset di Bursa Efek Jakarta (BEJ) menunjukkan bahwa sebanyak 276 emiten yang mencatatkan sahamnya di BEJ, terdapat 206 atau

74,64% mempunyai utang dalam bentuk US\$. Sampai tanggal 3 September 1997, diketahui baru 49 emiten yang melakukan lindung risiko (*hedging*).

Hal-hal tersebut diatas tentunya berdampak adanya kesulitan keuangan di berbagai sektor industri tak terkecuali sektor industri pengolahan Makanan dan Minuman mengalami peningkatan risiko yang cukup besar, terutama risiko yang ditimbulkan dari peningkatan *cost of fund* dan semakin langkanya dana untuk pembiayaan usahanya sehingga kinerja industri ini khususnya dalam perolehan laba merosot tajam setelah tahun 1996. Hal itu tercermin dalam laba/(rugi) bersih sektor ini seperti tampak dalam *gambar 1.1.B*.

Gambar 1.1.B. Net Profit/(Loss) Industri Pengolahan Makanan dan Minuman 1994 – 1998 (milyar Rupiah)



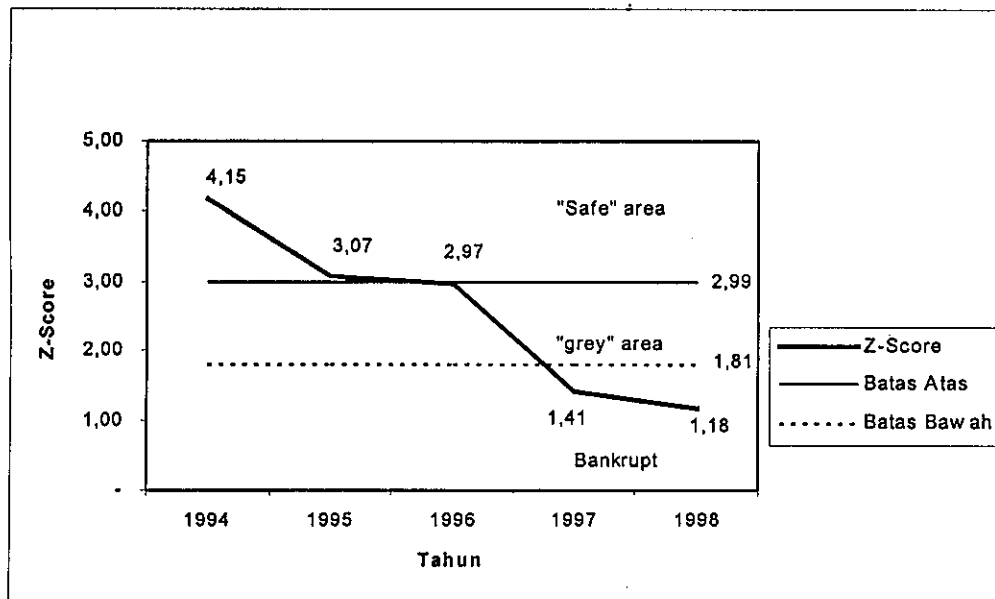
Sumber: *Indonesian Capital Market Directory 1995 - 1999*

Demikian pula pergerakan nilai prediksi kebangkrutan (*Z-Score*) dan pergerakan harga saham dalam industri pengolahan Makanan dan Minuman juga menunjukkan *trend* yang tidak menggembirakan, seperti tampak pada *gambar 1.1.C. dan 1.1.D.*

Keterangan untuk gambar 1.1.C., yaitu:

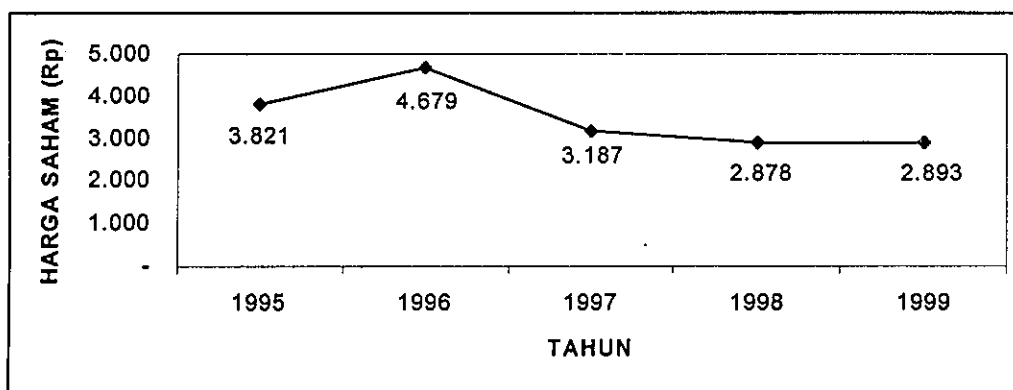
- *Z-Score* : nilai prediksi kebangkrutan model Altman
- Batas Atas : nilai prediksi kebangkrutan Altman = 2,99. Hal ini berarti bila perusahaan berada pada tingkat ini atau lebih besar maka perusahaan yang bersangkutan dapat dikategorikan berada pada daerah yang aman (tidak bangkrut)
- Batas Bawah : nilai prediksi kebangkrutan Altman = 1,18. Hal ini berarti bila perusahaan berada pada tingkat ini atau lebih kecil maka perusahaan yang bersangkutan dapat dikategorikan bangkrut.
- Bangkrut dalam gambar 1.1.C. memiliki pengertian mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*).

Gambar 1.1.C. Prediksi Kebangkrutan Industri Pengolahan Makanan dan Minuman 1994 – 1998



Sumber: *Indonesian Capital Market Directory* 1995 – 1999 yang diolah

Gambar 1.1.D. Harga Saham Rata-Rata di Bulan April - Industri Pengolahan Makanan dan Minuman Tahun 1995 – 1999



Sumber: *Indonesian Capital Market Directory* 1995 - 1999

Dengan peningkatan risiko ini, diperkirakan banyak perusahaan di sektor industri pengolahan Makanan dan Minuman menghadapi kebangkrutan karena mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*). Oleh karena terjadi peningkatan risiko yang dihadapi sektor pengolahan Makanan dan Minuman, secara otomatis hal tersebut dapat meningkatkan pula risiko dari para *investor*. Untuk *investor* yang membeli surat berharga di pasar modal akan menghadapi peningkatan kemungkinan kebangkrutan dari perusahaan penerbit surat berharga yang bersangkutan. Dalam pendekatan *theory of investment* (Scott 1977), diungkapkan bahwa *investor* menginginkan informasi tentang hasil dan risiko atas investasi yang dilakukannya. Salah satu bentuk risiko yang harus dihadapi para *investor* adalah risiko kebangkrutan dari perusahaan penerbit surat berharga/saham. Sebagian besar kerugian yang diderita *investor* berkaitan dengan risiko kebangkrutan adalah adanya kerugian yang ditimbulkan dari terjadinya penurunan harga surat berharga yang mereka pegang sebagai akibat melemahnya kinerja keuangan perusahaan penerbit surat berharga yang bersangkutan.

Tentunya *investor* sangat berkepentingan terhadap teknik analisis yang dapat memprediksi kebangkrutan untuk menghindari penurunan nilai dari portofolio yang mereka pegang sehingga *investor* mengetahui dengan pasti berapa besar risiko kebangkrutannya. Salah satu teknik analisis untuk memonitor hal tersebut adalah dengan menggunakan model prediksi kebangkrutan (Altman, Edward I, 1993). Evaluasi terhadap risiko kebangkrutan oleh para *investor* memiliki dampak bahwa

keputusan-keputusan yang mereka buat berdasarkan pada hasil analisis mereka akan berpengaruh pada harga saham di Bursa Efek Jakarta.

1.2. Perumusan Masalah

Dari uraian sebelumnya, maka dapat diketahui bahwa sejak krisis moneter terjadi di tahun 1997 terdapat faktor-faktor langkanya sumber dana, suku bunga yang tinggi, bahan baku impor, hutang jangka pendek dalam mata uang asing, sebagian pinjaman pihak swasta yang tidak di-*hedging* telah membuat perusahaan-perusahaan tersebut jatuh kedalam kesulitan keuangan (*financial distress*). Kesulitan keuangan yang terjadi apabila tidak ditangani secara serius akan mengakibatkan kebangkrutan. Untuk mengantisipasi hal tersebut Altman telah memberikan model prediksi risiko kebangkrutan (*Z-score*). *Investor* perlu menggunakan model tersebut dalam memilih saham-saham perusahaan. Model Altman tersebut menggunakan rasio-rasio *Working Capital/Total Assets (WC/TA)*, *Retained Earnings/Total Assets (RE/TA)*, *Earnings Before Interest and Taxes/Total Assets (EBIT/TA)*, *Market Value of Equity/ Book Value of Total Liabilities (MVE/TL)*, *Sales/Total Assets (S/TA)*. Sedangkan model Altman II rasio *Market Value of Equity/ Book Value of Total Liabilities (MVE/TL)* diganti dengan *Book Value of Equity/ Book Value of Total Liabilities (BVE/TL)*. Berdasarkan uraian diatas, maka hal yang belum diketahui penulis adalah apakah rasio-rasio keuangan Altman berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap harga saham.

1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian

1.3.1. Tujuan Penelitian

Untuk mengetahui pengaruh rasio-rasio keuangan Altman terhadap harga saham sektor industri pengolahan Makanan dan Minuman (*Food & Beverages*) di Bursa Efek Jakarta.

1.3.2. Kegunaan Penelitian

1. Diharapkan bahwa hasil penelitian ini akan dapat memperluas wawasan *investor* atau calon *investor* untuk mempertimbangkan prediksi risiko kebangkrutan perusahaan dan rasio-rasio keuangan Altman dalam melakukan transaksi saham di Bursa Efek Jakarta.
2. Dari hasil penelitian ini, diharapkan pihak manajemen (*emiten*) dapat memperoleh masukan sehingga dapat mengambil strategi internal yang tepat (khususnya aspek kinerja keuangan).
3. Bagi penulis, sebagai sarana untuk menerapkan ilmu dan membandingkan teori dengan praktek yang dijalankan *investor*.

1.4. Metodologi

Dalam penelitian data yang dipergunakan adalah laporan keuangan semua perusahaan pengolahan Makanan dan Minuman yang terdaftar pada BEJ untuk periode tahun 1995 - 1999. Sumber data diperoleh dari Badan Pengawas Pasar Modal

dan Bursa Efek Jakarta serta publikasi lain yang memuat informasi yang relevan dengan penelitian. Untuk keperluan penelitian ini populasi yang digunakan adalah seluruh perusahaan pengolahan Makanan dan Minuman yang terdaftar pada BEJ untuk periode tahun 1995 - 1999. Data diambil secara sensus yaitu meliputi seluruh perusahaan pengolahan Makanan dan Minuman yang menerbitkan laporan keuangannya pada periode tahun 1995 – 1999.

Pengumpulan data dilakukan dengan mengambil data sekunder berupa harga saham dan data-data dari laporan keuangan perusahaan pengolahan Makanan dan Minuman yang terdaftar pada BEJ untuk periode tahun 1995 - 1999.

Pada penelitian ini metode analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah regresi linier untuk mengetahui pengaruh rasio-rasio keuangan Altman terhadap Harga Saham.

Untuk mengetahui kebaikan (*goodness of fit*) dari model diatas maka perlu dihitung koefisien determinasinya (R^2), serta akan dilakukan pengujian statistik yang meliputi uji-t dan uji-F.

1.5. Outline dari Tesis

Penulisan tesis ini dibagi menjadi lima bagian dan secara garis besar memuat unsur-unsur sebagai berikut:

Bab I: Pendahuluan. Didalam bab ini akan diuraikan mengenai latar belakang penelitian, perumusan masalah, tujuan dan kegunaan penelitian, metodologi,

outline dari tesis, definisi-definisi utama, keterbatasan dan asumsi dasar, dan kesimpulan .

Bab II: Telaah Pustaka dan Pengembangan Model Penelitian. Bab ini berisi pendahuluan, telaah pustaka yang berisi tentang tinjauan pustaka yang menguraikan tentang pengertian dasar dan teori serta naskah-naskah jurnal yang sesuai dengan penelitian ini. Disamping itu, dalam bab ini diuraikan juga model dan hipotesis, definisi operasional variabel, dan kesimpulan.

Bab III: Metode Penelitian. Pada bab ini akan menguraikan metode pengumpulan data untuk menguji hipotesa dan memecahkan masalah penelitian yang diajukan. Secara rinci bab ini akan membahas tentang pendahuluan, jenis dan sumber data, populasi dan sampel, metode pengumpulan data, teknik analisis, dan kesimpulan.

Bab IV: Analisis Data. Pada bab ini akan disajikan profil dari data dan proses menganalisis data untuk menjawab pertanyaan penelitian atau hipotesis. Bab ini meliputi pendahuluan, gambaran umum obyek penelitian dan data-data deskriptif, proses pengujian dan analisis data, pengujian hipotesis, serta kesimpulan.

Bab V: Kesimpulan dan Implikasi Kebijakan. Bagian ini akan menggambarkan kesimpulan berikut implikasinya pada teori dan praktek-praktek manajemen. Secara keseluruhan, bab ini akan menyampaikan pendahuluan yang memuat tentang kesimpulan-kesimpulan umum mengenai proses penelitian, kesimpulan hipotesis, kesimpulan masalah penelitian, implikasi pada teori-teori

manajemen, implikasi pada kebijakan-kebijakan manajemen, keterbatasan penelitian, dan agenda penelitian mendatang.

1.6. Definisi-Definisi Utama

Dalam penelitian ini, kami sajikan definisi-definisi utama yang kami sadur dari Emory and Cooper (1995) sehingga tidak terjadi makna ganda:

Hipotesis

Menurut Emory and Cooper (1995), hipotesis merupakan proposisi yang dirumuskan untuk diuji. Sedangkan proposisi sebagai suatu pernyataan mengenai konsep-konsep yang dapat dinilai benar atau salah jika merujuk kepada fenomena yang dapat diamati. Hipotesis kadang-kadang juga digambarkan sebagai pernyataan-pernyataan dimana kita menetapkan variabel-variabel kepada kasus-kasus (suatu kesatuan atau hal yang dinyatakan oleh hipotesis). Dalam suatu penelitian, fungsi hipotesis yang paling penting adalah sebagai pedoman untuk mengarahkan penelitian.

Definisi operasional

Suatu definisi yang dinyatakan dalam kriteria atau operasi yang dapat diuji secara khusus.

Variabel

Sebagai sinonim untuk konstruk (merupakan suatu bayangan atau pemikiran yang secara khusus diciptakan bagi suatu penelitian dan/atau untuk tujuan membangun teori) atau hal yang sedang diteliti. Dalam konteks ini, suatu variabel merupakan simbol yang diberi angka atau nilai.

Variabel Independen dan Variabel Dependen

Variabel independen merupakan penyebab yang diduga atau stimulus, sedangkan variabel dependen merupakan dampak yang diduga atau respon.

1.7. Keterbatasan dan Asumsi Dasar

Penelitian ini dibatasi pada analisis terhadap saham perusahaan pengolahan Makanan dan Minuman (*Food & Beverages*) yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta untuk periode tahun 1995 - 1999. Tujuan dilakukan pembatasan ini adalah untuk menghindari bias yang mungkin saja timbul karena setiap industri mempunyai *nature of business* dan karakteristik keuangan yang berbeda-beda.

1.8. Kesimpulan

Bab ini merupakan dasar dalam penulisan tesis ini. Dalam bab ini masalah penelitian, tujuan dan kegunaan penelitian telah disajikan, definisi-definisi penting diuraikan, metodologi secara ringkas telah digambarkan serta asumsi-asumsi

pentingpun telah disampaikan. Atas dasar itu, tesis ini dilanjutkan dengan uraian rinci pada bab-bab selanjutnya. Justifikasi terhadap masalah penelitian dan hipotesa telah dilakukan dengan menelaah sejumlah literatur dan telaah kritis atas literatur yang relevan diuraikan pada bab 2 berikut ini.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN MODEL PENELITIAN

2.1. Pendahuluan

Pada bab ini akan disajikan telaah pustaka yang mendasari penelitian ini yaitu telaah kritis terhadap pustaka-pustaka yang relevan dengan masalah penelitian yang diajukan, meliputi: aspek keuangan dalam strategi perusahaan serta manfaat rasio keuangan untuk mengukur kinerja perusahaan, kesulitan keuangan dan risiko kebangkrutan, model prediksi dan risiko kebangkrutan dari Altman. Disamping itu, akan disampaikan pula model dan hipotesis, definisi operasional variabel, serta kesimpulan sebagai penutup dalam bab ini.

2.2. Telaah Pustaka

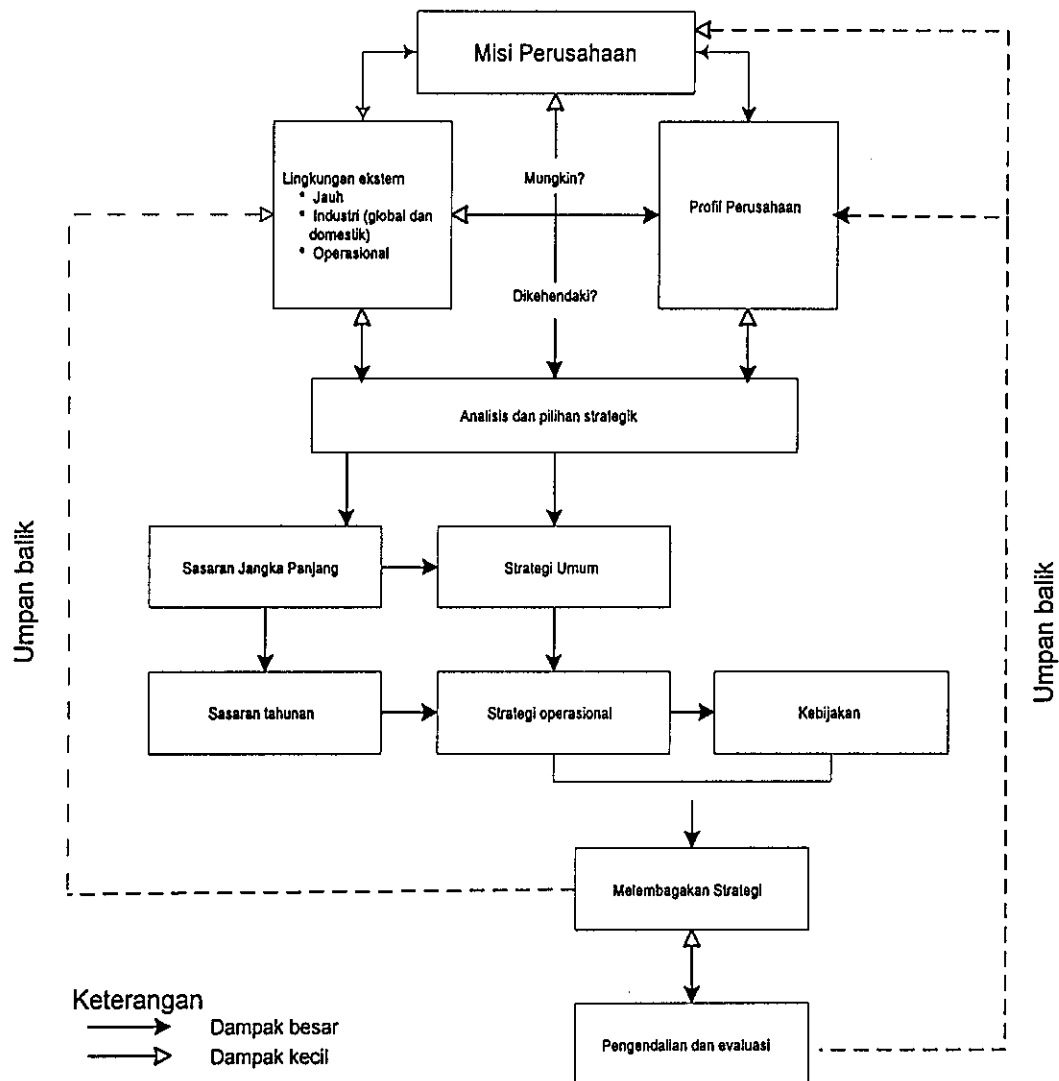
2.2.1. Aspek Keuangan dalam Strategi Perusahaan

Menurut Pearce (1997), manajemen strategik merupakan kumpulan keputusan dan tindakan yang menghasilkan rancangan/perumusan (formulasi) dan pelaksanaan (implementasi) rencana-rencana yang dirancang untuk mencapai sasaran suatu organisasi. Manajemen strategik terdiri atas sembilan tugas penting, yaitu:

1. Merumuskan misi perusahaan, meliputi rumusan umum tentang maksud keberadaan, filosofi, dan tujuan.

2. Mengembangkan profil perusahaan yang mencerminkan kondisi intern dan kapabilitasnya.
3. Menilai lingkungan ekstern perusahaan, meliputi baik pesaing maupun faktor-faktor kontekstual umum.
4. Menganalisis opsi perusahaan dengan mencocokkan sumberdayanya dengan lingkungan ekstern.
5. Mengidentifikasi opsi yang paling dikehendaki dengan mengevaluasi setiap opsi yang ada berdasarkan misi perusahaan.
6. Memilih seperangkat sasaran jangka panjang dan strategi umum (*grand strategy*) yang akan mencapai pilihan yang paling dikehendaki.
7. Mengembangkan sasaran tahunan dan strategi jangka pendek yang sesuai dengan sasaran jangka panjang dan strategi umum yang dipilih.
8. Mengimplementasikan pilihan strategik dengan cara mengalokasikan sumber daya anggaran yang menekankan pada kesesuaian antara tugas, SDM, struktur, teknologi, dan sistem imbalan.
9. Mengevaluasi keberhasilan proses strategik sebagai masukan bagi pengambilan keputusan yang akan datang.

Gambar 2.2.1.A. Model Manajemen Strategik



Sumber: Manajemen Strategik (Pearce, 1997)

Memanajementi kegiatan-kegiatan intern perusahaan hanyalah sebagian dari tanggung jawab eksekutif modern. Eksekutif modern juga harus menanggapi tantangan yang dimunculkan oleh lingkungan luar (*extern*) baik yang dekat

(*immediate*) maupun yang jauh (*remote*). Lingkungan ekstern dekat (*immediate*) meliputi pesaing, pemasok, sumber daya yang makin langka, lembaga-lembaga pemerintah dan peraturan-peraturan mereka yang makin banyak, serta pelanggan yang preferensinya seringkali berubah-ubah tak terduga. Lingkungan ekstern jauh (*remote*) meliputi kondisi sosial dan ekonomi, prioritas politis, dan perkembangan teknologi.

Strategi diartikan sebagai perencanaan berskala besar dan berorientasi kepada masa depan untuk berinteraksi dengan lingkungan persaingan guna mencapai sasaran-sasaran perusahaan. Strategi merupakan konsep yang komprehensif, namun demikian strategi dapat diformulasikan serta diterapkan pada berbagai macam tingkatan dalam organisasi dan aktivitas perusahaan. Hirarki (jenjang) pengambilan keputusan dalam suatu perusahaan biasanya terdiri dari tiga tingkat (Pearce, 1997):

1. Puncak Hirarki - Strategi Korporasi (*Corporate Strategy*).

Pada puncak hirarki terletak strategi tingkat korporasi (perusahaan), utamanya pengambil keputusan terdiri dari dewan direksi (*board of directors*) dan eksekutif kepala (*chief executive*) serta pejabat administratif (*administrative officers*). Mereka bertanggung jawab atas kinerja keuangan perusahaan dan atas pencapaian tujuan-tujuan bukan keuangan, seperti memperkuat citra perusahaan dan memenuhi tanggung jawab sosial perusahaan. Sampai batas tertentu, sikap di tingkat korporasi mencerminkan keinginan para pemegang saham dan masyarakat pada umumnya, misalnya: eksekutif tingkat korporasi menentukan bidang usaha

yang digarap perusahaan, menetapkan sasaran dan merumuskan strategi yang mencakup bidang kegiatan dan bidang fungsional dari bisnis.

2. Tengah Hirarki – Strategi Bisnis (*Business Strategy*).

Pengambil keputusan terletak di tingkat bisnis, utamanya terdiri dari para manajer bisnis dan korporasi. Fungsinya menerjemahkan rumusan arah dan keinginan yang dihasilkan di tingkat korporasi ke dalam sasaran dan strategi yang kongkrit untuk masing-masing divisi usaha, misalnya: menentukan bagaimana perusahaan akan bersaing di arena pasar-produk (*product-market*) tertentu.

3. Bawah Hirarki – Strategi Fungsional (*Functional Strategy*).

Di bagian bawah hirarki pengambilan keputusan terletak di tingkat fungsional, utamanya terdiri dari manajer-manajer produk, wilayah, dan fungsional. Mereka menyusun sasaran tahunan dan strategi jangka pendek di bidang-bidang seperti produksi, operasi, riset dan pengembangan, keuangan dan akunting, pemasaran, dan hubungan karyawan. Tetapi tanggung jawab utama mereka adalah mengimplementasikan atau melaksanakan rencana strategik perusahaan.

Dilihat dari tingkatan manajemen strategik, aspek keuangan perusahaan merupakan bagian dari strategi fungsional. Meskipun kebanyakan strategi fungsional memberikan pedoman implementasi dalam waktu jangka pendek, cakupan untuk

strategi fungsional di bidang keuangan ini sangatlah berbeda karena strategi ini mengarahkan pemanfaatan sumber daya keuangan untuk mendukung strategi bisnis, tujuan jangka panjang, dan sasaran tahunan. Demikian pula bahwa strategi keuangan yang cakupan waktunya lebih panjang memberikan pedoman bagi para manajer keuangan dalam melakukan investasi modal jangka panjang, pembiayaan hutang, alokasi deviden, dan *leveraging*.

Menurut Hawawini (1999), berdasarkan struktur jatuh tempo keuangan yang digunakan untuk modal yang diinvestasikan, terdapat tiga strategi keuangan:

1. *Matching strategy*, dimana kebutuhan tetap dibiayai dengan pendanaan jangka panjang dan kebutuhan kas/tak tetap (*transitory need*) didanai dengan pendanaan jangka pendek.
2. *Conservative strategy*, dimana kebutuhan tetap dibiayai dengan pendanaan jangka panjang dan sebagian kebutuhan kas/tak tetap (*transitory need*) didanai pula dengan pendanaan jangka panjang.
3. *Aggressive strategy*, dimana sebagian kebutuhan tetap dibiayai dengan pendanaan jangka pendek.

Perusahaan pada umumnya menerapkan strategi keuangannya berdasarkan tingkat risiko yang akan mereka ambil. Mereka dapat menerapkan strategi konservatif apabila mereka menginginkan risiko yang kecil dan akan menerapkan strategi agresif apabila mereka siap menerima risiko lebih banyak.

Manajer, *investor*, dan kreditor menggunakan analisis keuangan dalam bentuk tertentu sebagai titik awal untuk pengambilan keputusan keuangan perusahaan (Pearce, 1997). Umumnya ada dua ikhtisar keuangan yang lazim digunakan dalam analisis keuangan yaitu neraca dan laporan laba-rugi. Melalui dua ikhtisar keuangan tersebut dapat dihitung rasio-rasio keuangan. Ada empat kelompok utama rasio keuangan yaitu likuiditas, leverage, aktivitas, dan profitabilitas. Rasio likuiditas dan leverage menggambarkan penilaian risiko perusahaan. Rasio aktivitas dan profitabilitas merupakan ukuran hasil yang diperoleh dari keuangan perusahaan. Uraian untuk masing-masing rasio tersebut adalah sebagai berikut:

1. Rasio Likuiditas

Rasio ini digunakan sebagai indikator kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban-kewajiban jangka pendek perusahaan. Kewajiban ini meliputi hutang lancar, termasuk didalamnya hutang jangka panjang yang telah jatuh tempo pada tahun yang bersangkutan. Hutang lancar bergerak menjalani siklus normal sediaan-penjualan-piutang-uang tunai. Perusahaan kemudian menggunakan uang tunai (kas) untuk melunasi atau mengurangi hutang lancarnya. Rasio likuiditas yang besar belum tentu merupakan pertanda yang baik, hal ini mungkin menunjukkan bahwa perusahaan belum memanfaatkan aktiva secara paling efisien. Perusahaan dengan persediaan yang perputarannya rendah dapat memberikan gambaran

keliru/berlebihan tentang kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya.

2. Rasio Leverage

Rasio leverage mengidentifikasi sumber modal perusahaan; pemilik atau kreditor luar. Istilah rasio *leverage* mengacu pada kenyataan bahwa menggunakan modal dengan beban bunga tetap (*fixed*) akan “memperbesar” laba atau rugi dalam kaitannya dengan kepemilikan saham biasa. Rasio yang paling banyak digunakan adalah hutang total (hutang lancar dan hutang jangka panjang) dibagi dengan aset total. Rasio ini merupakan ukuran dalam persentase dana total yang diperoleh dari pinjaman. Rasio hutang jangka panjang terhadap modal saham merupakan ukuran sejauh mana sumber pendanaan jangka panjang disediakan oleh kreditor.

3. Rasio Aktivitas

Rasio aktivitas menunjukkan seberapa efektif suatu perusahaan memanfaatkan sumber daya perusahaan. Dengan membandingkan pendapatan (*revenue*) dengan sumber daya untuk menghasilkannya, maka dapat ditetapkan efisiensi operasi. Rasio perputaran harta (= penjualan/harta total) menunjukkan seberapa efisien manajemen memanfaatkan harta total.

4. Rasio Profitabilitas

Profitabilitas merupakan hasil bersih dari berbagai kebijakan dan keputusan yang diambil oleh manajemen suatu organisasi. Rasio ini menunjukkan seberapa efektif pengelolaan keseluruhan perusahaan.

Di Indonesia, analisis laporan keuangan yang berupa rasio keuangan digunakan oleh pemerintah (melalui Keputusan Menteri Keuangan No. 740/KMK.00/1989 dan direvisi dengan Keputusan Menteri Keuangan No. 826/KMK031/1992) untuk menilai kinerja perusahaan milik negara (BUMN). Seperti di negara berkembang lainnya, aturan pemerintah akan diikuti secara sukarela oleh perusahaan swasta. Kinerja keuangan yang digunakan meliputi enam nisbah keuangan yang meliputi empat kategori yaitu likuiditas, solvabilitas, rentabilitas, dan produktivitas (Farid Harianto, 1998).

Ahli akuntansi bernama O'connor (1973) menyatakan bahwa informasi akuntansi bisa dikatakan mempunyai kegunaan apabila angka-angka akuntansi yang telah dilaporkan oleh sebuah perusahaan dapat digunakan sebagai pedoman pengambilan keputusan ekonomi. Pihak pengguna informasi akuntansi dari luar perusahaan bisa bertujuan untuk:

1. Mengukur kinerja keuangan perusahaan
2. Memprediksi harga saham dan *return* saham di masa yang akan datang
3. Mengukur kemampuan hidup jangka panjang (*survival*) perusahaan.

Dalam penelitiannya, O'connor (1973) memanfaatkan rasio-rasio keuangan untuk mendeteksi pengaruh rasio-rasio keuangan terhadap *return* saham. Langkah yang ditempuh adalah dengan memilih rasio keuangan sebanyak 31 rasio dan kemudian menyeleksi dengan metode *stepwise* untuk rasio-rasio yang memberikan informasi yang terbaik untuk memprediksi *return* saham di masa yang akan datang. Penelitian ini menemukan bahwa rasio keuangan yang bermanfaat berupa: *total liabilities to net worth*, *income for common stock to net worth*, *current liabilities to inventory*, *cash flows to number of common stock*, dan *earning per share to share price*. Hasil studi ini menunjukkan bahwa rasio keuangan terpilih yang diekstraksi dari laporan keuangan memberikan prediktor yang bagus untuk memprediksi *return* saham di masa akan datang.

Pemanfaatan rasio keuangan untuk melihat kinerja perusahaan dan untuk memprediksi kinerja perusahaan, secara eksplisit dikemukakan oleh Barnes (1987) bahwa rasio keuangan merupakan indikator karakteristik kinerja keuangan dan bisnis, dapat digunakan untuk meramalkan karakteristik kinerja perusahaan pada masa yang akan datang.

Mas'ud Machfoedz (1994) melakukan penelitian tentang manfaat rasio keuangan dalam memprediksi laba perusahaan di Indonesia. Perusahaan yang diteliti tersebut meliputi 68 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Mas'ud Machfoedz menganalisis 47 rasio keuangan yang dikategorikan dalam 9 kategori yaitu *short term liquidity*, *long term solvency*, *profitability*, *productivity*,

indebtedness, investment intensiveness, leverage, return on investment, dan equity.

Hasil *stepwise regression* menunjukkan bahwa terdapat 13 rasio keuangan yang signifikan dalam memprediksi pertumbuhan laba. Rasio keuangan yang signifikan tersebut terdiri dari 1 rasio kategori *short term liquidity*, 1 rasio kategori *long term solvency*, 3 rasio kategori *profitability*, 1 rasio kategori *productivity*, 1 rasio kategori *indebtedness*, 1 rasio kategori *investment intensiveness*, 1 rasio kategori *leverage*, 1 rasio kategori *return on investment*, dan 3 rasio kategori *equity*.

Penelitian tentang manfaat rasio keuangan dalam memprediksi pertumbuhan laba juga dilakukan oleh Zainuddin dan Hartono (1999). Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Rincian sampel yang digunakan adalah 15 bank untuk periode tahun 1989 sampai dengan 1992 dan 21 bank untuk tahun 1993 sampai dengan 1996. Hasil analisis dengan AMOS menunjukkan bahwa *construct* rasio keuangan *capital, assets, earnings, dan liquidity* signifikan dalam memprediksi pertumbuhan laba perusahaan untuk periode satu tahun ke depan, sedangkan untuk periode dua tahun ke depan ditemukan kenyataan bahwa rasio keuangan tingkat individual tidak signifikan dalam memprediksi pertumbuhan laba.

Pengaruh variabel akuntansi yang ada di dalam perusahaan terhadap *Profit Margin* telah diteliti oleh Levine (1975). Menurut Levine *profit margin* merefleksikan kebijakan yang ada di dalam perusahaan serta kondisi bisnis perusahaan dibandingkan dengan kinerja industri yang sama.

memprediksi kebangkrutan suatu perusahaan dan untuk perusahaan yang mengalami kebangkrutan usaha rasio-rasio keuangannya tidak stabil. Ball dan Brown (1968) menyatakan bahwa *accounting earnings* dan beberapa komponennya dapat tercermin dalam harga saham. Berdasarkan hal ini Ou dan Penman (1989) mengargumentasikan bahwa analisis laporan keuangan mengidentifikasi aspek-aspek dari laporan keuangan yang relevan untuk indikator laba yang akan datang dan keputusan investasi. Sumbangan Ou dan Penman adalah memperkenalkan metode penggunaan rasio-rasio laporan keuangan untuk memprediksi laba yang akan datang dan keputusan investasi.

Pattel dan Wolfson (1984) menggunakan harga saham *intraday* untuk mempelajari kecepatan menyesuaikan diri untuk *me-release* informasi tentang dividen dan *earnings*. Mereka menemukan bahwa harga menyesuaikan diri dalam waktu 15 menit setelah pengumuman, maka *abnormal return* rata-rata tidak terjadi.

Reinganum (1992) mengamati pengaruh ukuran perusahaan terhadap harga (*return*) saham. Penelitian tersebut dilakukan dengan menghitung rata-rata *return* tahunan di NYSE dari tahun 1926 sampai dengan tahun 1989. *Return* saham tersebut di ranking berdasarkan ukuran perusahaan, yang dalam penelitian tersebut menggunakan nilai kapitalisasi saham. Hasilnya ternyata menunjukkan bahwa terdapat perbedaan tingkat *return* portofolio ukuran terkecil dan ukuran terbesar sebesar 12,86%. Saham dalam portofolio ukuran kecil cepat bereaksi terhadap setiap informasi yang ada dibandingkan dengan saham dalam portofolio ukuran besar.

Fama dan French (1992) melakukan penelitian mengenai hubungan antara kapitalisasi saham dan nilai buku saham dengan *return* saham individu. Mereka menggunakan data bulanan saham yang terdaftar di NYSE selama tahun 1963-1990. Hasil regresi penelitian mereka diformulasikan dalam model sebagai berikut: $R_t = 1,77\% - 0,11 \ln (MV) + 0,35 \ln (BV/MV)$, dimana $R_t = \text{Expected return}$ saham pada periode t ; $MV = \text{Market Value of Equity}$; dan $BV = \text{Book Value of Equity}$. Hasil regresi tersebut menunjukkan koefisien negatif pada variabel kapitalisasi pasar yang menggambarkan adanya hubungan yang tidak searah (berkebalikan) dengan *return* saham. Semakin besar nilai kapitalisasi pasar menyebabkan *return* yang diterima *investor* akan semakin kecil.

Mikkelson dan Partch (1985) yang mengamati harga saham pada saat pengumuman perubahan struktur modal dan sehari setelah pengumuman. Penelitian yang mereka lakukan menunjukkan bahwa *return* saham perusahaan yang meningkatkan proporsi hutang melalui *private placement of debt*, *public offering of non convertible debt* dan *bank debt borrowings* ternyata memiliki *abnormal return* yang positif. Sedangkan perusahaan yang menurunkan proporsi hutang melalui *public offering of common stock* ternyata memiliki *abnormal return* yang negatif. *Investor* nampaknya merespon positif kebijakan perusahaan yang meningkatkan proporsi hutangnya.

Teguh Prasetyo (2000), dalam penelitiannya mengatakan bahwa penelitian terdahulu oleh Rusdianto menyimpulkan bahwa terdapat pengaruh yang kuat antara

Earning per Share dan *Price to Book Ratio* terhadap harga saham, untuk jangka waktu penelitian 1994 s/d 1997.

2.2.2. Kesulitan Keuangan dan Risiko Kebangkrutan

Kesulitan keuangan biasanya merupakan hal yang berdampak besar bagi beroperasinya suatu usaha. Tidak jarang perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan akibat dari pengelolaan manajemen yang keliru, dapat dengan segera tersingkir dari bisnis yang digelutinya. Disisi lain kesulitan keuangan yang terjadi dapat menyebabkan perusahaan menuju kearah kebangkrutan. Definisi kebangkrutan sendiri dapat dibedakan menjadi dua yaitu:

1. Secara umum kebangkrutan diartikan sebagai keadaan seseorang atau sebuah unit usaha mempunyai kewajiban melebihi kekayaan yang dimilikinya.
2. Secara formal perusahaan dikatakan bangkrut apabila perusahaan dinyatakan bangkrut oleh pengadilan atau apabila perusahaan menyatakan diri bangkrut dan meminta diberlakukannya undang-undang kebangkrutan atas perusahaannya.

Sebuah perusahaan yang bangkrut tidak selalu identik dengan penghentian operasi perusahaan maupun pembubaran perusahaan (likuidasi), sebaliknya penghentian operasi perusahaan dan likuidasi tidak selalu melalui proses kebangkrutan. Jadi kebangkrutan hanya merupakan salah satu proses formal dari

perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*), dan biasanya kesulitan keuangan yang dialaminya cukup berat. Dengan demikian dapat diartikan bahwa risiko kebangkrutan yang dihadapi seorang *investor* adalah risiko yang timbul dari adanya kesulitan keuangan dari perusahaan sehingga mempengaruhi harga sahamnya di pasar modal.

Dalam penelitian yang pernah dilakukan atas kinerja ekuitas perusahaan yang bangkit dari kebangkrutan, Eberhart (1999), menilai kinerja *return* saham dari 131 perusahaan yang bangkit dari kebangkrutan. Dengan menggunakan estimasi yang berbeda atas tingkat pengembalian yang diharapkan, peneliti secara konsisten menemukan bukti adanya *excess returns* (=kelebihan laba yang melebihi laba normal perusahaan) yang besar dan positif dalam 200 hari setelah bangkit dari kebangkrutan. Reaksi positif dan signifikan memberi kesan bahwa hasil yang tercapai dipengaruhi oleh kesalahan ekspektasi pasar dan bukan oleh resiko kesalahan ukuran. Meskipun perusahaan-perusahaan tersebut mungkin tidak menunjukkan hasil baik menurut ukuran kinerja akunting dalam pasca kebangkrutan, tetapi mereka kelihatan lebih baik dari yang diharapkan oleh pasar pada masa kebangkitan dari kebangkrutan.

Pada dasarnya kesulitan keuangan yang dialami perusahaan dapat dipisahkan dalam berbagai kategori sesuai problem ekonomi yang dihadapi. Menurut Edward I. Altman, seringkali istilah-istilah yang ada digunakan secara saling menggantikan antara satu dengan yang lain, tetapi sebenarnya istilah-istilah tersebut berbeda dalam

penggunaan yang formal. Empat istilah yang sering ditemukan dalam berbagai literatur adalah:

1. Kegagalan (*failure*)

- a. Kegagalan dalam arti ekonomi (*economic failure*) berarti keadaan sebuah perusahaan dimana rata-rata *return on investment* lebih rendah dibandingkan dengan *cost of capital* perusahaan atau dapat dikatakan pula bahwa sebuah perusahaan yang penerimaannya tidak dapat menutup total biaya, termasuk biaya modal. Perusahaan yang mengalami *economic failure* dapat terus beroperasi selama *investor* bersedia memberikan tambahan modal dan pemiliknya bersedia menerima *rate of return* yang lebih rendah dari *rate of return* pasar. Apabila tidak ada tambahan modal, perusahaan masih mungkin dapat bertahan dan *survive* dengan melakukan divestasi dan kontraksi untuk menurunkan output ke tingkat yang lebih rendah sampai memperoleh *normal return*.
- b. Kegagalan bisnis (*business failure*) adalah istilah yang digunakan oleh Dun & Bradstreet (D&B), sebuah badan yang menangani statistik kegagalan yang dialami perusahaan di Amerika Serikat. Menurut D&B, *business failure* adalah istilah yang ditujukan pada perusahaan yang berhenti beroperasi dan mengakibatkan kerugian bagi kreditor,

jadi sebuah perusahaan dapat dikatakan mengalami *business failure* meskipun tidak pernah mengalami proses kebangkrutan secara formal.

2. *Insolvency*

Sebuah perusahaan dikategorikan sebagai *technical insolvency* apabila perusahaan tersebut tidak dapat memenuhi kewajiban jangka pendek tepat pada waktunya. *Technical insolvency* ini juga sering dikatakan sebagai mengalami kekurangan likuiditas sementara. Dalam keadaan yang demikian disatu pihak ada kemungkinan perusahaan dapat memperbaiki likuiditasnya dan tetap *survive*, dipihak yang lain hal ini dapat merupakan pertanda yang mengarah pada *economic failure*.

Insolvency in bankruptcy adalah keadaan perusahaan yang nilai buku total kewajibannya melebihi nilai pasar dari total assetnya. Keadaan ini lebih serius dibandingkan dengan *technical insolvency* karena sering mengarah pada likuidasi dari perusahaan. Meskipun demikian perusahaan yang dalam keadaan *insolvency in bankruptcy* tidak harus masuk dalam proses kebangkrutan yang formal.

3. *Default*

Default merupakan istilah yang tidak terpisahkan dengan keadaan perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan. Secara teknis maupun secara hukum, default selalu berkaitan dengan hubungan antara debitor dan kreditor. *Default* terjadi apabila terjadi pelanggaran terhadap

perjanjian yang disepakati dengan kreditor, dan hal ini dapat menjadi dasar untuk terjadinya tuntutan secara hukum. Bagi perusahaan publik, *default* atas surat berharga yang mereka terbitkan di pasar modal biasanya akan menimbulkan akibat fatal, karena kemungkinan besar akan dinyatakan bangkrut secara formal.

4. Kebangkrutan (*bankruptcy*)

Kebangkrutan sendiri dapat dibedakan menjadi dua jenis:

1. Kebangkrutan berkaitan dengan posisi asset netto perusahaan seperti yang dijelaskan dalam *insolvency in bankruptcy*, dimana nilai buku total kewajibannya melebihi nilai pasar dari total assetnya
2. Bentuk kebangkrutan yang kedua adalah kebangkrutan yang dinyatakan secara formal. Kebangkrutan secara formal ini dapat dinyatakan dengan suka rela oleh perusahaan maupun secara paksa oleh kreditor melalui permohonan kepada pengadilan. Dalam proses kebangkrutan secara formal, ada dua alternatif yang dapat diberlakukan terhadap perusahaan. Apabila nilai ekonomi perusahaan melebihi nilai likuidasi, maka perusahaan sebaiknya melakukan reorganisasi dan akan terus beroperasi, sebaliknya apabila nilai ekonomi perusahaan lebih kecil dari nilai likuidasi perusahaan, maka alternatif likuidasi lebih menguntungkan.

2.2.3. Model Prediksi Risiko Kebangkrutan dari Altman

Prediksi terhadap risiko kebangkrutan telah lama menjadi obyek studi oleh banyak peneliti. Salah satu hasil penelitian yang sering digunakan dalam praktek adalah model yang dikembangkan oleh Altman pertama kali pada tahun 1968, model ini mengalami pengembangan dan didukung dengan survei (Altman 1983, 1984) yang dilakukan di Jerman, Amerika Serikat, Jepang, Swiss, Brasil, Australia, Inggris, Irlandia, Kanada, Belanda dan Prancis. Salah satu hasil dari survei yang dilakukan menunjukkan model ini cukup efektif untuk diterapkan pada negara-negara tersebut.

Altman (1968) menggunakan analisis diskriminan dengan menyusun suatu model untuk memprediksi kebangkrutan perusahaan. *Multivariate Discriminant Analysis (MDA)* yang dipakai Altman ini merupakan teknik analisis yang menghasilkan suatu indeks yang memungkinkan klasifikasi dari suatu pengamatan menjadi satu dari beberapa pengelompokan yang bersifat *a priori*, sebagai contoh dalam hal ini yaitu mengklasifikasikan apakah suatu perusahaan bangkrut ataukah tidak bangkrut. Pada dasarnya, analisis diskriminan terdiri dari tiga tahap:

1. Menentukan kelompok yang hendak dianalisis secara eksplisit dan jelas, misalnya bangkrut dan tidak bangkrut.
2. Mengumpulkan data untuk pengamatan dalam kelompok.
3. Menurunkan kombinasi linier dari ciri-ciri tersebut yang “paling baik” mendiskriminasikannya (membedakannya) diantara kelompok-kelompok

“paling baik” artinya kombinasi yang meminimisasi peluang adanya kesalahan klasifikasi).

Data yang dikumpulkan (butir 2) merupakan karakteristik yang dapat di kuantitatifkan yang dimiliki semua obyek dalam semua kelompok, misalnya data mengenai rasio keuangan dari perusahaan yang dianalisis. Data yang diperoleh tersebut diproses dengan MDA akan menghasilkan satu set koefisien yang apabila diaplikasikan pada rasio keuangan sesungguhnya akan menghasilkan suatu basis klasifikasi yang dapat mengklasifikasikan obyek kedalam kelompok-kelompok yang bersifat *mutually exclusive*.

Dalam mengembangkan model prediksi kebangkrutan yang oleh Altman disebut *Z-Score Model*, Altman membagi obyek penelitian kedalam dua kelompok, yaitu perusahaan yang bangkrut dan perusahaan yang tidak bangkrut. Sampel yang dipergunakan adalah 66 perusahaan Amerika yang dibagi kedalam dua kelompok. Kelompok pertama terdiri dari 33 perusahaan yang menyatakan bangkrut sesuai Pasal X UU kebangkrutan Amerika Serikat selama periode tahun 1946 - 1965 sedangkan kelompok kedua adalah 33 perusahaan yang tidak mengalami kebangkrutan dan tetap berdiri pada tahun 1966. Selanjutnya data mengenai neraca dan rugi laba perusahaan-perusahaan tersebut dikumpulkan. Karena banyak variabel (rasio keuangan) merupakan indikator yang signifikan dalam mengevaluasi kondisi perusahaan, semua rasio ini dapat dikelompokkan dalam 5 kategori, yaitu: *likuiditas*, *profitabilitas*, *leverage*, *solvabilitas* dan *aktivitas*. Altman mengumpulkan 22 buah rasio yang paling

sering digunakan dalam berbagai studi dan penelitian dimasa lampau. Dari ke 22 buah rasio ini pada akhirnya Altman memilih 5 rasio melalui berbagai prosedur statistik, observasi dan *judgement*. Kelima variabel tersebut adalah:

1. *Working Capital/Total Assets (WC/TA)*

Rasio ini mengukur aktiva lancar netto perusahaan secara relatif terhadap kapitalisasi total perusahaan. Biasanya, perusahaan yang mengalami kerugian terus menerus akan mengalami penurunan aktiva lancar dalam perbandingannya terhadap total aktiva.

2. *Retained Earnings/Total Assets (RE/TA)*

Retained earnings adalah rekening yang menunjukkan akumulasi jumlah laba yang diinvestasikan kembali selama hidup perusahaan, dalam hal ini perusahaan yang relatif muda kemungkinan besar akan menunjukkan RE/TA yang rendah dibanding perusahaan yang sudah lama berdiri, sehingga ada argumen yang menyatakan ini tidak adil dalam penilaian risiko kebangkrutan dengan menggunakan *retained earnings*. Bila ditinjau lebih lanjut, hal ini justru menggambarkan keadaan dunia nyata, kegagalan perusahaan biasanya terjadi pada masa awal berdirinya perusahaan. Data tahun 1990 menunjukkan di Amerika Serikat hampir 47% dari perusahaan yang bangkrut berada dalam masa lima tahun yang pertama.

3. *Earnings Before Interest and Taxes/Total Assets (EBIT/TA)*

Rasio ini mengukur produktivitas sebenarnya dari penggunaan aset perusahaan. Kemampuan perusahaan untuk tetap bertahan sangat tergantung pada *earning power* dari asetnya, oleh sebab itu rasio ini sangat sesuai untuk dipergunakan dalam menganalisis risiko kebangkrutan.

4. *Market Value of Equity/Book Value of Total Liabilities (MVE/TL)*

Rasio ini dapat dipergunakan mengukur seberapa besar penurunan aset perusahaan dapat diterima sebelum kewajiban melebihi aset perusahaan sehingga terjadi *insolvency* yang mengarah pada kebangkrutan. Semakin besar toleransi penurunan aset yang dapat diterima maka akan semakin kecil kemungkinan terjadinya kebangkrutan.

5. *Sales/Total Assets (S/TA)*

Rasio ini mengindikasikan kemampuan penggunaan aset perusahaan untuk menghasilkan penjualan, rasio ini juga mengukur kemampuan manajemen dalam menghadapi persaingan. Karena persaingan merupakan ancaman yang dihadapi semua bisnis untuk tetap bertahan dan berkembang, maka rasio ini sangat penting dalam analisis terhadap risiko kebangkrutan.

Melalui MDA terhadap kelima variabel tersebut penelitian yang dilakukan oleh Altman memperoleh fungsi *discriminant*:

$$Z = 0,012X_1 + 0,014X_2 + 0,033X_3 + 0,006X_4 + 0,999X_5$$

Z = Nilai yang menyatakan risiko kebangkrutan (overall index)

X₁ = Working Capital/Total Assets (WC/TA).

X₂ = Retained Earnings/Total Assets (RE/TA).

X₃ = Earnings Before Interest and Taxes/Total Assets (EBIT/TA).

X₄ = Market Value of Equity/ Book Value of Total Liabilities (MVE/TL).

X₅ = Sales/Total Assets (S/TA).

Berdasarkan pada fungsi *discriminant* (model) yang diperoleh, dilakukan pengujian validitas terhadap sampel yang digunakan untuk menentukan *cut off point*. Dengan menggunakan model ini, kebangkrutan perusahaan dapat diprediksi dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan yang mempunyai nilai $Z < 1,81$ merupakan perusahaan calon kuat untuk bangkrut.
2. Perusahaan yang memiliki nilai $Z > 2,99$ merupakan perusahaan yang kecil kemungkinannya untuk bangkrut.
3. Perusahaan yang memiliki nilai Z antara 1,81 dan 2,99 ($=1,81 < Z < 2,99$) merupakan perusahaan dalam kondisi *grey area*.
4. Nilai *cut-off* untuk index ini adalah $Z = 2,675$.

Altman (1968) menemukan bahwa rasio keuangan (*profitability, liquidity, dan solvency*) bermanfaat dalam memprediksi kebangkrutan dengan tingkat keakuratan

prediksi sebesar 95% untuk setahun sebelum bangkrut. Tingkat keakuratan tersebut turun menjadi 72% untuk periode 2 tahun sebelum bangkrut, 48% untuk periode 3 tahun sebelum bangkrut, 29% untuk periode 2 tahun sebelum bangkrut, dan 36% untuk periode 5 tahun sebelum bangkrut. Ketepatan model ini telah diujikan terhadap *secondary sample* dari perusahaan yang bangkrut (n=25) dengan tingkat keakuratan 96% dan untuk perusahaan yang tidak bangkrut (n=66) dengan tingkat keakuratan sebesar 79%.

Dalam pengembangan selanjutnya, tahun 1984 Altman melakukan penelitian ulang di berbagai negara. Penelitian ini memasukkan dimensi internasional. Altman mengadakan estimasi ulang terhadap model yang pertama dengan merubah X_4 menjadi **Book Value of Equity/Book Value of Total Liabilities (BVE/TL)**, sehingga MDA yang dilakukan ulang ini membentuk model kedua:

$$Z = 0,717X_1 + 0,847X_2 + 3,107X_3 + 0,420X_4 + 0,998X_5$$

Untuk model yang kedua ini, *cut off point* berubah menjadi:

1. Perusahaan yang mempunyai nilai $Z < 1,23$ merupakan perusahaan calon kuat untuk bangkrut.
2. Perusahaan yang memiliki nilai $Z > 2,90$ merupakan perusahaan yang kecil kemungkinannya untuk bangkrut.
3. Perusahaan yang memiliki nilai Z antara 1,23 dan 2,90 ($=1,23 < Z < 2,90$) merupakan perusahaan dalam kondisi *grey area*.

Model kedua ini dapat diaplikasikan baik pada perusahaan yang *go public* maupun yang tidak. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa kedua model tersebut di atas mempunyai tingkat keakuratan masing-masing 95% dan 94% setahun sebelum perusahaan bangkrut, terlepas dari *cut off point* kedua model ini juga menunjukkan bahwa semakin kecil nilai Z semakin besar risiko kebangkrutan yang dihadapi (Foster, 1986).

2.3. Model dan Hipotesis

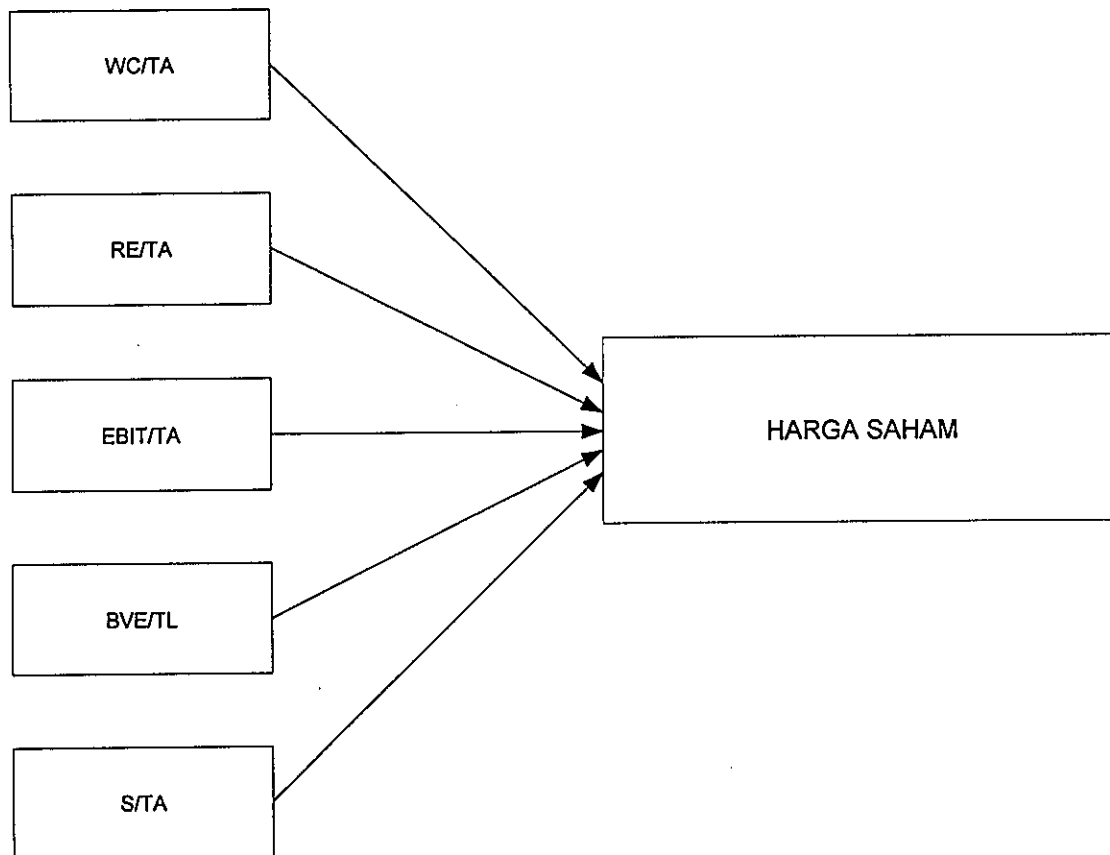
Setelah melakukan telaah pustaka yang intensif diatas, maka hipotesis yang kami ajukan untuk memberi arah dalam penelitian ini adalah berikut ini.

Hipotesis 1 : Rasio-rasio keuangan Altman yang terdiri dari WC/TA, RE/TA, EBIT/TA, BVE/TL, S/TA secara bersama-sama berpengaruh terhadap harga saham.

Hipotesis 2 : Rasio-rasio keuangan Altman yang terdiri dari WC/TA, RE/TA, EBIT/TA, BVE/TL, S/TA secara parsial berpengaruh terhadap harga saham.

Berdasarkan telaah pustaka dan hipotesis yang dikembangkan diatas, maka disajikan model konseptual yang tercermin dalam Kerangka Pemikiran Teoritis seperti tampak pada gambar 2.3.A. berikut ini.

Gambar 2.3.A. Kerangka Pemikiran Teoritis



2.4. Definisi Operasional Variabel

2.4.1. Variabel Dependen

Variabel dependen (*dependent variable*) adalah harga saham rata-rata selama sebulan setelah laporan keuangan diterbitkan (diasumsikan bahwa *investor* akan memakai laporan keuangan yang bersangkutan sebagai informasi untuk melakukan

transaksi surat berharga/saham). Untuk memenuhi syarat normalitas dalam regresi linier maka data harga saham (*Price*) ditransformasikan menjadi *LnPrice*.

2.4.2. Variabel Independen

Variabel independen (*independent variable*) adalah rasio-rasio keuangan Altman meliputi: *Working Capital/Total Assets (WC/TA)*, *Retained Earnings/Total Assets (RE/TA)*, *Earnings Before Interest and Taxes/Total Assets (EBIT/TA)*, *Book Value of Equity/ Book Value of Total Liabilities (BVE/TL)*, *Sales/Total Assets (S/TA)* yang dihitung dari data laporan keuangan masing-masing perusahaan. Untuk *Working Capital* yang dipakai adalah *Net Working Capital* yang merupakan selisih aktiva lancar yang dikurangi dengan kewajiban lancar.

2.5. Kesimpulan

Sebuah kerangka pemikiran teoritis mengenai pengaruh rasio-rasio keuangan Altman terhadap harga saham telah dibangun untuk menunjukkan hubungan antar parameter keuangan dalam strategi manajemen keuangan. Satu hipotesis telah diajukan untuk selanjutnya dikembangkan bersama dengan sebuah model yang menunjukkan saling hubungan antara variabel independen terhadap variabel dependen.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Pendahuluan

Dalam bab 3 ini akan dibahas metode penelitian yang mencakup jenis dan sumber data, populasi dan sampel, metode pengumpulan data untuk menguji hipotesis dan memecahkan masalah penelitian yang kami ajukan, metode analisis yang akan digunakan dalam mengolah data untuk menguji hipotesis yang diajukan.

3.2. Jenis dan Sumber Data

3.2.1. Jenis Data

Data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah laporan keuangan semua perusahaan pengolahan Makanan dan Minuman yang terdaftar pada BEJ untuk periode tahun 1995 - 1999. Data harga saham masing-masing perusahaan yang akan dipakai dalam penelitian ini adalah harga saham rata-rata bulan April tahun berikutnya dari tahun laporan keuangan yang bersangkutan (rata-rata satu bulan setelah laporan keuangan tahunan perusahaan diterbitkan).

3.2.2. Sumber Data

Data yang diperlukan dalam penelitian ini seperti tersebut diatas akan diperoleh dari Badan Pengawas Pasar Modal dan Bursa Efek Jakarta melalui

publikasi yang diterbitkan terutama dari *Jakarta Stock Exchange Monthly (JSX Monthly)* dan *Indonesian Capital Market Directory 1995 - 1999* serta publikasi lain yang memuat informasi yang relevan dengan penelitian ini. Dalam penelitian ini, yang menjadi target populasi adalah saham industri pengolahan Makanan dan Minuman yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta untuk periode tahun 1995 - 1999. Untuk keperluan tersebut dalam penelitian ini menggunakan seluruh perusahaan yang datanya tercatat pada BEJ selama periode yang diteliti.

3.3. Populasi dan Sampel

Populasi yang digunakan adalah seluruh perusahaan pengolahan Makanan dan Minuman yang terdaftar pada BEJ untuk periode tahun 1995 - 1999. Data diambil secara sensus yaitu meliputi seluruh perusahaan pengolahan Makanan dan Minuman yang menerbitkan laporan keuangannya pada periode tahun 1995 – 1999.

3.4. Metode Pengumpulan Data

Pengumpulan data didalam penelitian ini dilakukan dengan metode dokumentasi melalui cara mengambil data sekunder berupa harga saham dan data-data dari laporan keuangan perusahaan pengolahan Makanan dan Minuman yang terdaftar pada BEJ untuk periode tahun 1995 - 1999.

3.5. Teknik Analisis

3.5.1. Metode Analisis

Metode analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah regresi linier untuk mengetahui pengaruh rasio-rasio keuangan Altman terhadap Harga Saham.

$$P = b_0 + b_1 X_1 + b_2 X_2 + b_3 X_3 + b_4 X_4 + b_5 X_5 + \varepsilon$$

P = *LnPrice* (Harga Saham)

b_0 = konstanta

b_1 = koefisien untuk variabel independen X_1

b_2 = koefisien untuk variabel independen X_2

b_3 = koefisien untuk variabel independen X_3

b_3 = koefisien untuk variabel independen X_3

b_4 = koefisien untuk variabel independen X_4

b_5 = koefisien untuk variabel independen X_5

X_1 = *Working Capital/Total Assets* (WC/TA)

X_2 = *Retained Earnings/Total Assets* (RE/TA)

X_3 = *Earnings Before Interest and Taxes/Total Assets* (EBIT/TA)

X_4 = *Book Value of Equity/Book Value of Total Liabilities* (BVE/TL)

X_5 = *Sales/Total Assets* (S/TA)

ε = *error term*

Untuk mengetahui kebaikan dari model diatas maka perlu dihitung koefisien determinasinya (R^2), yaitu angka yang menunjukkan besarnya kemampuan menerangkan dari variabel independen dengan variabel dependen pada fungsi tersebut (J. Supranto, 1998). Nilai R^2 ini berkisar antara $0 < R^2 < 1$. Semakin besar R^2 maka hubungan kedua variabel tersebut kuat atau model tersebut dikatakan baik.

Khusus mengenai model dari Altman, penelitian ini akan menggunakan rasio-rasio model prediksi kebangkrutan dari Altman yang ke II, pertimbangannya adalah bahwa dalam penelitian ini akan dianalisis pengaruh rasio-rasio keuangan Altman terhadap harga saham, sedangkan model I dari Altman menggunakan *Market Value of Equity / Book Value of Total Liabilities (MVE/TL)*, dan karena *Market Value of Equity* dihitung berdasarkan pada harga saham di bursa efek, sehingga akan terjadi *autocorrelation* antara variabel yang diteliti.

3.5.2. Pengujian Statistik

Uji-t

Uji-t adalah untuk menguji tingkat signifikansi pengaruh rasio-rasio keuangan Altman terhadap harga saham. Apabila $t_{hitung} < t_{tabel}$ maka H_0 tidak dapat ditolak. Sedangkan apabila $t_{hitung} > t_{tabel}$ maka H_0 ditolak (H_a diterima).

Uji-F

Uji hipotesis terhadap pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara bersama-sama digunakan uji-F. Apabila $F_{hitung} > F_{tabel}$ maka variabel independen signifikan secara bersama-sama, sebaliknya bila $F_{hitung} < F_{tabel}$ maka variabel independen tidak signifikan secara bersama-sama.

Uji Asumsi Klasik

Sebelum dilakukan uji-t, uji-F, dan regresi linier, model analisis harus melewati uji asumsi klasik. Model analisis dalam penelitian ini secara teoritis akan menghasilkan nilai parameter model penduga yang sah bila dipenuhi asumsi klasik regresi yang meliputi normalitas, autokorelasi, dan multikolinearitas.

Normalitas

Untuk menghindari terjadinya bias, data yang digunakan harus berdistribusi normal. Uji normalitas dilakukan dengan menggunakan ukuran bentuk *Skewness* (kemenjuluran) dan *Kurtosis*.

Autokorelasi

Autokorelasi dapat diartikan sebagai korelasi yang terjadi diantara anggota-anggota dari serangkaian observasi yang berderetan waktu (apabila datanya *time series*). Uji yang digunakan untuk

mendeteksi adanya penyimpangan asumsi klasik ini adalah uji *Durbin Watson*. Apabila nilai *Durbin Watson* (DW) hitung lebih besar dari nilai DW tabel maka tidak ditunjukkan adanya autokorelasi. Konsekuensi adanya autokorelasi adalah selang keyakinan menjadi lebar serta varian dan kesalahan standar ditaksir terlalu rendah.

Multikolinearitas

Multikolinearitas adalah suatu keadaan yang satu atau lebih variabel bebasnya terdapat korelasi dengan variabel bebas lainnya atau suatu variabel bebas merupakan fungsi linier dari variabel bebas lainnya. Multikolinearitas artinya terdapat hubungan yang sempurna atau pasti diantara beberapa variabel bebas didalam model regresi. Adanya multikolinearitas dapat dilihat dari *tolerance value* atau nilai *Variance Inflation Factor (VIF)*. Batas dari *tolerance value* adalah 0,01 dan batas *VIF* adalah 10. Apabila *tolerance value* dibawah 0,01 atau nilai *VIF* diatas 10 maka terjadi multikolinearitas. Konsekuensi adanya multikolinearitas menyebabkan *standar error* cenderung semakin besar dan meningkatkan tingkat korelasi antar variabel serta *standar error* menjadi sangat sensitif terhadap perubahan harga.

3.5.3. Langkah-Langkah Analisis Data

1. Menghitung Rasio-Rasio Keuangan.

Menghitung rasio-rasio keuangan model prediksi kebangkrutan dari Altman, yaitu meliputi:

$$X_1 = \text{Working Capital/Total Assets (WC/TA)}$$

$$X_2 = \text{Retained Earnings/Total Assets (RE/TA)}$$

$$X_3 = \text{Earnings before Interest and Taxes/Total Assets (EBIT/TA)}$$

$$X_4 = \text{Book Value of Equity/Book Value of Total Liabilities (BVE/TL)}$$

$$X_5 = \text{Sales/Total Assets (S/TA)}$$

Rasio-rasio tersebut diatas akan dihitung berdasarkan laporan keuangan perusahaan pengolahan Makanan dan Minuman yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta untuk periode tahun 1995 - 1999 sehingga diperoleh seperangkat rasio keuangan.

2. Menghitung *Price* (Harga Saham)

Dalam penghitungan *Price* (harga pasar per lembar saham) ini digunakan harga saham rata-rata bulan April tahun berikutnya dari tahun laporan keuangan.

3. Analisis Regresi

Dalam analisis regresi akan diuji mengenai bagaimana pengaruh rasio-rasio keuangan Altman sebagai variabel independen terhadap harga saham perusahaan pengolahan Makanan dan Minuman yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta.

4. Pengujian Hipotesis

Setelah memperoleh hasil persamaan regresi diadakan pengujian hipotesis dengan uji-t untuk menguji tingkat signifikansi pengaruh rasio-rasio keuangan Altman terhadap harga saham dan uji-F untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara bersama-sama.

5. Implikasi Strategi

Setelah dilakukan pengujian hipotesis maka akan diteliti implikasi strategi keuangan perusahaan pada teori-teori manajemen maupun pada kebijakan manajemen. Model Altman memberikan peringatan secara dini tentang kondisi kesehatan keuangan perusahaan. Dari model tersebut diberikan indikator-indikator yang berupa rasio-rasio keuangan perusahaan untuk perbaikan kinerja keuangan agar perusahaan tidak sampai jatuh ke dalam kebangkrutan. Logikanya *investor* juga bisa memakai indikator-indikator tersebut dalam melakukan transaksinya di Bursa Efek Jakarta sehingga rasio-rasio

keuangan Altman tercermin dalam pergerakan harga saham di Bursa Efek Jakarta.

3.6. Kesimpulan

Pada bab 3 ini jenis data dan sumber data, populasi dan sampel, prosedur pengumpulan data serta teknik analisis data telah diuraikan. Pengumpulan data akan dilakukan untuk mencari data sekunder berupa harga saham dan data-data dari laporan keuangan perusahaan pengolahan Makanan dan Minuman yang terdaftar pada BEJ untuk periode tahun 1995 - 1999. Model Altman akan digunakan untuk mengidentifikasi prediksi perusahaan yang tergolong dalam kondisi bangkrut dan tidak bangkrut. Regresi linier akan digunakan untuk menguji hipotesis yang telah diajukan dalam penelitian ini.

BAB IV

ANALISIS DATA

4.1. Pendahuluan

Bab 4 ini digunakan untuk menyajikan profil dari data dan proses menganalisis data itu untuk menjawab hipotesis yang telah diajukan di bab 2. Hal-hal penting lainnya dalam bab ini adalah bahwa penulis akan menampilkan hasil analisisnya saja dari proses analisis data yang telah dilakukan serta penulis akan menyampaikan hanya pada presentasi data dan analisis data yang telah dikumpulkan berikut interpretasi numerik atas hasil-hasil analisis data yang disajikan oleh komputer. Bab 4 akan ditutup dengan kesimpulan mengenai proses atau prosedur yang telah dilakukan.

4.2. Gambaran Umum Obyek Penelitian

Sejarah pasar modal Indonesia sebenarnya telah cukup lama, dimulai dibentuknya bursa efek di Batavia (sekarang Jakarta) oleh pemerintah kolonial Belanda pada tanggal 14 Desember 1912 dengan jumlah perusahaan sebanyak 13 perusahaan pialang dan efek. Efek yang diperdagangkan meliputi saham dan obligasi perusahaan perkebunan di Indonesia, obligasi pemerintah Belanda, serta saham-saham perusahaan Amerika yang diterbitkan oleh pemerintah Belanda. Perkembangan selanjutnya pada tanggal 11 Januari 1925 didirikan kantor bursa efek di Surabaya dan pada tanggal 1 Agustus 1925 didirikan juga di kota Semarang. Namun sejalan dengan

semakin menghangatnya situasi politik di Eropa hingga pecahnya perang dunia kedua, semua aktivitas pasar modal di Indonesia dihentikan, yaitu pada tanggal 10 Mei 1940.

Pada masa Orde Lama, pemerintah melalui Undang-Undang Darurat nomor 13 tanggal 1 September 1951, yang kemudian menjadi UU No. 15/1952, serta keputusan Menteri Keuangan No. 289837/UU tanggal 1 Nopember 1951 membuka kembali Bursa Efek Jakarta pada tanggal 3 Juni 1952. Setelah diaktifkannya kembali pasar modal yang sempat terhenti selama kurang lebih 12 tahun, aktivitas pasar modal di Indonesia berjalan kembali, apalagi setelah Bank Industri mengeluarkan obligasi mulai tahun 1954 hingga tahun 1956. Pada tahun 1958 pasar modal terlihat kembali lesu karena banyaknya masalah politik di Indonesia. Kondisi tersebut semakin diperparah akibat kondisi ekonomi yang semakin memburuk. Tercatat bahwa pada tahun-tahun tersebut Indonesia mengalami laju inflasi yang sangat tinggi (hiper inflasi), mencapai 650%. Akhirnya pada tahun 1960, kegiatan pasar modal di Indonesia terhenti sama sekali.

Pada masa Orde Baru, langkah untuk menghidupkan kembali pasar modal di Indonesia dimulai pada bulan Agustus 1977. Pemerintah mengaktifkan kembali kegiatan pasar modal dengan membentuk Badan Pelaksana Pasar Modal (BAPEPAM), sebuah badan pemerintah di bawah Departemen Keuangan. Namun selama sepuluh tahun pertama perkembangan bursa relatif lambat. Sampai dengan tahun 1988, jumlah perusahaan yang mendapat izin melakukan emisi hanya sebanyak 34 perusahaan dengan nilai seluruhnya Rp 1.102,4 milyar. Jumlah ini terdiri dari 25

perusahaan yang menerbitkan saham dengan nilai Rp 166,7 milyar, dan 9 perusahaan yang menerbitkan obligasi dengan nilai Rp 935,7 milyar. Nilai perdagangan efek sangat rendah dengan total perdagangan hanya sebesar Rp 30,6 milyar pada tahun 1988, atau hanya Rp 121 juta/hari (Farid Harianto, 1998).

Faktor-faktor yang menyebabkan kurang menariknya iklim investasi di bursa periode 1977 – 1988 antar lain karena perlakuan pajak yang tidak menguntungkan terhadap investasi saham serta pembatasan fluktuasi harga saham. Pada saat itu pemerintah mengenakan pajak penghasilan terhadap deviden dan *capital gain*, dan sebaliknya tidak mengenakan pajak atas penghasilan bunga deposito. Disisi lain deregulasi perbankan tahun 1983 menyebabkan tingkat suku bunga deposito perbankan naik, yang menyebabkan pasar modal tidak menarik bagi *investor*. Selain itu, pemerintah juga membatasi fluktuasi harga saham sebesar empat persen per hari dengan tujuan menghindari unsur spekulasi di bursa, padahal spekulasi merupakan sesuatu yang wajar di bursa efek.

Iklim pertumbuhan pasar modal kembali marak sejalan dengan berbagai paket deregulasi yang dikeluarkan oleh pemerintah. Pemerintah menghapus fluktuasi empat persen harga saham per hari (Oktober, 1987), memberikan kelonggaran persyaratan bagi perusahaan yang ingin *go-public* (Desember, 1987), menetapkan pajak yang sama bagi bunga deposito dan deviden saham sebesar 15% (Oktober, 1988). Selain melalui paket Desember 1987, pemerintah mengizinkan pembelian saham oleh *investor* asing di Indonesia sampai batas maksimum 49% dari seluruh saham yang

tercatat di bursa. Penentuan batas maksimum ini kemudian dihilangkan pada bulan Oktober 1997. Masuknya *investor* asing telah membuat perdagangan saham semakin ramai dan mendorong *investor* lokal untuk bermain di pasar sekunder.

Pada tahun 1990 pemerintah mengeluarkan peraturan tentang swastanisasi Bursa Efek Jakarta sehingga pada tanggal 4 Desember 1991 berdirilah PT Bursa Efek Jakarta. Dengan swastanisasi bursa efek maka peranan BAPEPAM berubah dari Badan Pelaksana Pasar Modal menjadi Badan Pengawas Pasar Modal.

Serangkaian paket deregulasi tersebut membuat bursa efek menjadi bergairah. Hal ini ditandai dengan meningkatnya jumlah emiten dan melonjaknya perdagangan di bursa. Sampai dengan bulan Desember 1997, awal tahun pertama terjadinya krisis moneter di Indonesia, sudah tercatat 282 perusahaan yang mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Jakarta.

Sejak diberlakukannya serangkaian deregulasi pasar modal tahun 1987, volume perdagangan pada Bursa Efek Jakarta meningkat drastis. Volume perdagangan ini menjadi lebih tinggi lagi dengan diterapkannya sistem perdagangan otomatis (*Jakarta Automated Trading System* atau JATS) pada tahun 1995. JATS memungkinkan frekuensi perdagangan saham yang lebih besar dan menjamin perdagangan lebih wajar dan lebih transparan (Farid Harianto, 1998). Tabel 4.2.A. memberikan gambaran perkembangan Bursa Efek Jakarta sejak tahun 1988.

Tabel 4.2.A. Perkembangan Bursa Efek Jakarta

Tahun	Total Transaksi			Indeks Harga Saham Gabungan			Kapitalisasi Pasar (Triliun Rp)	Jumlah Emiten
	Volume (jutaan)	Nilai (Miliar Rp)	Frekuensi (ribuan)	Tertinggi	Terendah	Akhir		
1988	7	31	na	442.204	82.600	305.120	0,4	24
1989	96	964	na	507.403	274.088	399.687	4,3	56
1990	703	7.311	na	681.994	371.198	417.788	14,2	123
1991	1.008	5.778	na	427.019	223.249	247.390	16,4	139
1992	1.706	7.953	na	331.057	246.953	274.335	24,8	153
1993	3.844	19.086	252	588.765	273.308	588.765	69,3	172
1994	5.293	25.483	374	612.888	447.040	469.640	103,8	217
1995	10.646	32.358	609	519.175	414.209	513.847	152,2	238
1996	29.528	75.730	1.759	637.432	512.478	637.432	215,0	253
1997	76.599	120.385	2.972	740.833	339.536	401.712	159,9	282
1998*)	62.147	70.163	2.297	554.107	342.970	481.717	203,3	288

*) s/d Juli 1998, na = data tidak tersedia
 Sumber: PT Bursa Efek Jakarta (1999)

Pada tahun 1996, nilai transaksi saham telah mencapai Rp 304 milyar per hari atau 10 kali lipat dibanding tahun 1990 dengan 253 emiten tercatat di bursa. Tahun 1997 ditandai dengan pecahnya rekor tertinggi IHSG yang pernah dicapai, yaitu 681.944 pada tanggal 4 April 1990. Rekor baru tersebut tercetak pada tanggal 8 Juli 1997 dengan angka 740.833.

Dalam rangka memberikan informasi yang lebih lengkap kepada masyarakat mengenai perkembangan bursa, Bursa Efek Jakarta menyebarluaskan indikator-indikator pergerakan harga saham melalui media cetak ataupun elektronik. Salah satu indikator pergerakan harga saham adalah Indeks Harga Saham. Saat ini Bursa Efek Jakarta memiliki empat macam Indeks Harga Saham, yaitu:

1. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), menggunakan semua saham tercatat sebagai komponen penghitungan indeks.
2. Indeks Sektoral, menggunakan semua saham yang termasuk dalam masing-masing sektor.
3. Indeks LQ45, menggunakan 45 saham yang terpilih setelah melalui beberapa macam seleksi.
4. Indeks individual, yaitu indeks harga masing-masing saham terhadap harga dasarnya.

IHSG, Indeks-indeks Sektoral, dan Indeks LQ45 menggunakan metode penghitungan yang sama, yang membedakannya adalah jumlah saham yang digunakan sebagai komponen dalam perhitungannya.

Dalam tabel 4.2.B. dapat dilihat rata-rata aktiva total periode tahun 1995-1999 untuk industri pengolahan Makanan dan Minuman (*Food & Beverages*) yang ada di Bursa Efek Jakarta.

Tabel 4.2.B. Distribusi Frekuensi Rata-Rata Aktiva Total Tahun 1995-1999

Aktiva Total (Juta Rupiah)	Rata-rata 1995-1999	
	Frekuensi	%
75.138 - 1.125.345	20	83,33%
1.125.346 - 2.175.554	3	12,50%
2.175.555 - 3.225.762	-	0,00%
3.225.763 - 4.275.971	-	0,00%
4.275.972 - 5.326.180	-	0,00%
5.326.181 - 6.376.388	-	0,00%
6.376.389 - 7.426.599	1	4,17%
Total	24	100,00%

Sumber: Data sekunder yang diolah

Klasifikasi terendah dari aktiva total rata-rata periode tahun 1995-1999 adalah sebesar Rp 75,14 milyar hingga Rp 1,13 trilyun. Klasifikasi terbesar adalah Rp 6,38 trilyun hingga Rp 7,43 trilyun. Dilihat dari tabel 4.2.B. diatas, maka sebesar 20 perusahaan (83,33%) berada pada klasifikasi aktiva total rata-rata yang terendah.

Disamping itu, dilihat dari status permodalan perusahaan Makanan dan Minuman yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta seperti tercantum dalam tabel 4.2.C., maka sebanyak 3 perusahaan (12,5% dari total 24 perusahaan) berstatus PMA (Penanaman Modal Asing) dan sebanyak 21% (87,5%) berstatus PMDN (Penanaman Modal Dalam Negeri). Dari status permodalan diketahui bahwa perusahaan yang berada di klasifikasi terendah adalah 3 perusahaan PMA (100% dari perusahaan yang berstatus PMA) dan sebanyak 17 perusahaan PMDN (80,95% dari 21 perusahaan yang berstatus PMDN).

Tabel 4.2.C. Status Permodalan Perusahaan Makanan dan Minuman

Aktiva Total (Juta Rupiah)	STATUS *)			
	PMA	%	PMDN	%
75.138 - 1.125.345	3	100,00%	17	80,95%
1.125.346 - 2.175.554	-	0,00%	3	14,29%
2.175.555 - 3.225.762	-	0,00%	-	0,00%
3.225.763 - 4.275.971	-	0,00%	-	0,00%
4.275.972 - 5.326.180	-	0,00%	-	0,00%
5.326.181 - 6.376.388	-	0,00%	-	0,00%
6.376.389 - 7.426.599	-	0,00%	1	4,76%
Total	3	100,00%	21	100,00%

*) Status per akhir tahun 1999

Sumber: Data sekunder yang diolah

4.3. Proses Pengujian dan Analisis Data

Uji normalitas dilakukan dengan menggunakan ukuran bentuk *Skewness* (kemenjuluran) dan *Kurtosis*. Distribusi dikatakan normal bila nilai *Skewness* dan *Kurtosis* mendekati atau sama dengan nol (Emory, 1995).

Tabel 4.3.A. Hasil Uji Normalitas

Variabel	<i>Skewness</i>	<i>Kurtosis</i>	Interpretasi
WC/TA	-0,804	0,032	Data berdistribusi normal
RE/TA	-0,881	0,391	Data berdistribusi normal
EBIT/TA	-0,367	0,720	Data berdistribusi normal
BVE/TL	1,247	0,389	Data berdistribusi normal
S/TA	1,252	1,119	Data berdistribusi normal
PRICE	4,029	17,860	Data tidak berdistribusi normal
LNPRICE	0,596	0,948	Data berdistribusi normal

Sumber: Diolah dari hasil SPSS

Skewness adalah ukuran distribusi dari bentuk simetrisnya. Dalam suatu distribusi simetris, rata-rata hitung, median, dan modus terletak pada lokasi yang sama. Distribusi yang tertarik ke arah satu ekor atau ekor lainnya disebut menjulur. Sedangkan *Kurtosis* adalah ukuran dari ketinggian/puncak (atau kelandaian) distribusi. Distribusi yang nilai-nilainya sangat mengelompok atau berkumpul dalam suatu pusat (bersamaan dengan lebih banyaknya pengamatan dari normal pada ekor ekstrim) akan cenderung curam atau *leptokurtik*. Distribusi menengah atau *mesokurtik* tidak terlalu curam atau landai, sedangkan distribusi *platikurtik* terlalu landai. Suatu distribusi *leptokurtik* akan mempunyai nilai positif dan *platikurtik* akan bernilai negatif.

Oleh karena variabel dependen *Price* tidak berdistribusi normal, maka atas variabel tersebut dilakukan transformasi menjadi *LnPrice*, sehingga diperoleh data yang terdistribusi normal. Transformasi adalah menyatakan kembali data dalam suatu skala baru dengan menggunakan suatu fungsi matematika tunggal untuk setiap titik data.

Uji autokorelasi dapat diabaikan karena data yang dipakai bukan *time series* (Keller, 1990).

Uji multikolinearitas dilakukan dengan melihat nilai *Tolerance* dan *Variance Inflation Factor*-nya (*VIF*). Pada tabel 4.3.B. dibawah apabila nilai *Tolerance* dibawah 0,01 atau nilai *VIF* melebihi angka 10, maka disimpulkan telah terjadi multikolinearitas sedangkan apabila nilai *Tolerance* diatas 0,01 atau nilai *VIF*-nya dibawah 10 disimpulkan tidak terjadi multikolinearitas.

Tabel 4.3.B. Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	<i>Tolerance</i>	<i>VIF</i>	Interpretasi
WC/TA	0,321	3,120	Tidak terjadi multikolinearitas
RE/TA	0,310	3,230	Tidak terjadi multikolinearitas
EBIT/TA	0,484	2,065	Tidak terjadi multikolinearitas
BVE/TL	0,625	1,600	Tidak terjadi multikolinearitas
S/TA	0,782	1,279	Tidak terjadi multikolinearitas

Sumber: Diolah dari hasil SPSS

4.4. Pengujian Hipotesis

Dengan tingkat keyakinan sebesar 5%, hasil perhitungan Uji-F tercantum dalam tabel 4.4.A. berikut.

Tabel 4.4.A. Hasil Perhitungan Uji-F

Variabel	F Ratio	Sig.
WC/TA, RE/TA, EBIT/TA, BVE/TL, S/TA	19,594	0,000

Sumber: Diolah dari hasil SPSS

Hasil Uji-F menunjukkan bahwa variabel WC/TA, RE/TA, EBIT/TA, BVE/TL, S/TA secara bersama-sama berpengaruh terhadap harga saham.

Tabel 4.4.B. Hasil Perhitungan Regresi Linier Harga Saham Industri Pengolahan Makanan dan Minuman.

Variabel	Koefisien Regresi	t	Sig.
WC/TA	-0,305	-1,858	0,080 **
RE/TA	0,809	4,846	0,000 *
EBIT/TA	0,415	3,113	0,006 *
BVE/TL	-0,162	-1,376	0,186
S/TA	0,101	0,966	0,347

* signifikan pada $\alpha = 5\%$, ** signifikan pada $\alpha = 10\%$

Sumber: Diolah dari hasil SPSS

Dari hasil perhitungan regresi linier tersebut, maka model penelitian dapat ditulis sebagai berikut:

$$\text{LnPrice} = - 0,305\text{WC/TA} + 0,809\text{RE/TA} + 0,415\text{EBIT/TA} - 0,162\text{BVE/TL} + 0,101\text{S/TA}$$

Koefisien regresi WC/TA bertanda negatif sebesar 0,305 mengandung arti bahwa kenaikan WC/TA sebesar 10% akan menyebabkan penurunan harga saham

sebesar 13,57% ($= 10\% \times \text{inverse_LnPrice}(0,305)$) sedangkan variabel lain diasumsikan tetap, dan jika terjadi penurunan WC/TA sebesar 10% akan menyebabkan kenaikan harga saham sebesar 13,57%. Hal tersebut terjadi dengan tingkat signifikansi sebesar 10% ($\alpha = 10\%$).

Tanda negatif pada koefisien regresi WC/TA secara teoritis tidak sesuai dengan telaah pustaka yang ada di butir 2.2. yang seharusnya bertanda positif. Dalam hal ini ada kemungkinan *investor* memberi penilaian bahwa meningkatnya WC/TA berarti perusahaan belum memanfaatkan aktiva secara paling efisien sehingga pada gilirannya nanti akan dapat menurunkan *return* saham. Dengan demikian hal tersebut dapat berpengaruh negatif terhadap harga saham.

Koefisien regresi RE/TA bertanda positif sebesar 0,809 mengandung arti bahwa kenaikan RE/TA sebesar 10% akan menyebabkan kenaikan harga saham sebesar 22,46% ($= 10\% \times \text{inverse_LnPrice}(0,809)$) sedangkan variabel lain diasumsikan tetap, dan jika terjadi penurunan RE/TA sebesar 10% akan menyebabkan penurunan harga saham sebesar 22,46%. Hal tersebut terjadi dengan tingkat signifikansi sebesar 5% ($\alpha = 5\%$) dan 10% ($\alpha = 10\%$).

Koefisien regresi EBIT/TA bertanda positif sebesar 0,415 mengandung arti bahwa kenaikan EBIT/TA sebesar 10% akan menyebabkan kenaikan harga saham sebesar 15,14% ($= 10\% \times \text{inverse_LnPrice}(0,415)$) sedangkan variabel lain diasumsikan tetap, dan jika terjadi penurunan EBIT/TA sebesar 10% akan

menyebabkan penurunan harga saham sebesar 15,14%. Hal tersebut terjadi dengan tingkat signifikansi sebesar 5% ($\alpha = 5\%$) dan 10% ($\alpha = 10\%$).

Rasio BVE/TL maupun rasio S/TA, pada tingkat signifikansi sebesar 5% ($\alpha = 5\%$) dan 10% ($\alpha = 10\%$), masing-masing tidak memiliki pengaruh secara signifikan/ nyata terhadap harga saham. Dugaan kami terhadap masalah ini adalah bahwa *investor* belum memperhatikan masalah toleransi penurunan aset yang dapat diterima sebelum kewajiban melebihi aset perusahaan sehingga dapat mengakibatkan *insolvency* dan *investor* juga belum mempertimbangkan kemampuan penggunaan aset perusahaan untuk menghasilkan penjualan dalam menentukan harga jual-beli saham.

Tabel 4.4.C. Hasil Perhitungan - Ringkasan Model

<i>R Square (R^2)</i>	<i>Adjusted R^2</i>	<i>Standar error of the estimate</i>
0,845	0,802	0,472

Sumber: Diolah dari hasil SPSS

Koefisien determinasi yang telah disesuaikan (*Adjusted R^2*), yaitu angka yang menunjukkan besarnya kemampuan menerangkan dari variabel independen dengan variabel dependen pada fungsi tersebut adalah sebesar 80,2%. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen secara bersama-sama dapat meramalkan harga saham dengan ketepatan 80,2% sedangkan 19,8% dipengaruhi oleh faktor diluar model tersebut. Mengingat besarnya R^2 diatas maka dapat dikatakan bahwa hubungan kedua variabel tersebut kuat atau model tersebut baik.

4.5. Kesimpulan

Pada bab ini telah dilakukan pengujian atas hipotesis yang telah diajukan dalam bab 2 dan hasilnya menunjukkan bahwa kelima variabel Altman yang digunakan untuk menjelaskan harga saham dapat dijustifikasi melalui uji-F pada analisis regresi. Analisis statistik atas masing-masing variabel independen telah diuji dengan uji-t dan hasilnya menunjukkan bahwa variabel-variabel WC/TA, RE/TA dan EBIT/TA secara signifikan berpengaruh terhadap harga saham perusahaan. Kesimpulan serta implikasi teoritis dan manajerial atas diterimanya secara statistik hipotesis ini akan digambarkan dalam bab 5.

BAB V

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1. Pendahuluan

Pada bab 5 ini, akan dibahas tentang kesimpulan mengenai masing-masing hipotesis dan kesimpulan umum masalah penelitian serta implikasi pada teori-teori manajemen maupun implikasi pada kebijakan manajemen sebagai kontribusi atas hasil penelitian yang telah dilakukan.

5.2. Kesimpulan Mengenai Masing-Masing Hipotesis

Berdasarkan uji hipotesis di butir 4.4., maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis 1 terbukti secara signifikan dimana rasio keuangan Altman yang terdiri dari WC/TA, RE/TA, EBIT/TA, BVE/TL, S/TA secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham. Sedangkan untuk hipotesis 2, terbukti bahwa rasio WC/TA berpengaruh negatif dan signifikan terhadap harga saham sedangkan rasio RE/TA dan rasio EBIT/TA masing-masing berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap harga saham.

5.3. Kesimpulan Mengenai Masalah Penelitian

Berdasarkan hasil perhitungan dan analisis data yang telah dilakukan di bab 4, maka penulis memperoleh kesimpulan mengenai masalah penelitian sebagai berikut:

1. Variabel WC/TA berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap harga saham pada tingkat signifikansi sebesar 10% ($\alpha = 10\%$).
2. Variabel RE/TA berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap harga saham pada tingkat signifikansi sebesar 5% ($\alpha = 5\%$) dan 10% ($\alpha = 10\%$).
3. Variabel EBIT/TA berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap harga saham pada tingkat signifikansi sebesar 5% ($\alpha = 5\%$) dan 10% ($\alpha = 10\%$).
4. Dengan tingkat kepercayaan sebesar 5% ($\alpha = 5\%$), hasil Uji-F menunjukkan bahwa variabel WC/TA, RE/TA, EBIT/TA, BVE/TL, S/TA secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham.
5. Hasil regresi atas data *cross section* memiliki koefisien determinasi yang telah disesuaikan (*Adjusted R²*) sebesar 80,2%. Ini berarti bahwa variabel independen (rasio-rasio keuangan Altman) pada regresi memiliki hubungan kuat dengan variabel dependen (harga saham) atau dapat dikatakan bahwa model dalam penelitian ini baik.
6. Variabel WC/TA dan BVE/TL masing-masing mempunyai pengaruh negatif terhadap harga saham. Secara logika, seharusnya variabel WC/TA dan BVE/TL memiliki pengaruh positif terhadap harga saham. Fenomena ini memerlukan penelitian lanjutan yang lebih mendalam.

5.4. Implikasi pada Teori-Teori Manajemen

Penelitian ini ditujukan untuk mengeksplorasi pengaruh rasio-rasio keuangan Altman (*Z-Score model*) yang terdiri dari WC/TA, RE/TA, EBIT/TA, BVE/TL, S/TA terhadap harga saham. Sejauh ini telaah rasio keuangan telah banyak digunakan untuk meneliti kinerja keuangan. Ahli akuntansi O'connors (1973) menyatakan bahwa pengguna informasi akuntansi dari luar perusahaan bisa bertujuan untuk memprediksi harga saham dan *return* saham di masa yang akan datang. Penelitian ini dilakukan untuk menghasilkan bukti empirik bahwa rasio-rasio keuangan Altman yang terdiri dari WC/TA, RE/TA, EBIT/TA, BVE/TL, S/TA secara bersama-sama berpengaruh terhadap harga saham serta variabel WC/TA, RE/TA maupun EBIT/TA masing-masing berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham. Penelitian ini menyajikan sebuah model baru serta pembuktian empirik atas teori Akuntansi dan Manajemen Keuangan.

5.5. Implikasi pada Kebijakan Manajemen

Implikasi manajerial yang dapat disampaikan dari penelitian yang dilakukan ini adalah bahwa Manajer Keuangan atau *investor*/calon *investor* diharapkan dapat memakai prediksi risiko kebangkrutan perusahaan dan rasio-rasio keuangan Altman dalam mengelola perusahaan atau dalam melakukan transaksi saham. Melalui informasi laporan keuangan, model Altman (*Z-Score model*) digunakan untuk memprediksi kebangkrutan perusahaan. Perusahaan yang diprediksi akan bangkrut

tidak sendirinya langsung dalam kondisi bangkrut, tetapi lebih dahulu diawali dengan kondisi kesulitan keuangan. Oleh karena itu, dalam implikasi strategi keuangan perusahaan model Altman memberikan peringatan secara dini kondisi kesehatan keuangan perusahaan. Melalui model Altman tersebut diberikan indikator-indikator yang berupa rasio keuangan yang berguna untuk perbaikan kinerja keuangan sehingga perusahaan tidak benar-benar jatuh ke dalam kebangkrutan dan disamping itu rasio-rasio keuangan Altman dapat dipakai sebagai prediktor harga saham.

5.6. Keterbatasan Penelitian

Keterbatasan-keterbatasan dalam penelitian ini yang dapat dikemukakan adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan dari berbagai macam tingkat asset dan ekuitas serta usia perusahaan, sehingga ada kemungkinan terdapat *size effect* dan *age effect* yang tidak diakomodasikan dalam model penelitian.
2. Dalam penelitian ini periode pengamatan relatif pendek yaitu lima tahun yang meliputi periode tahun 1995 – 1999.
3. Oleh karena keterbatasan informasi keuangan, maka EBIT yang dipakai dalam penelitian ini diasumsikan sama dengan *Operating Profit*.
4. Berkaitan dengan harga saham, bahwa karena keterbatasan sumber data mengenai tanggal publikasi dari laporan keuangan masing-masing perusahaan

yang menjadi sampel, sehingga dalam penelitian ini diasumsikan batas akhir penyerahan laporan keuangan sebagai tanggal publikasi.

5.7. Agenda Penelitian Mendatang

Setelah melakukan penelitian ini, saran kami untuk penelitian mendatang adalah sebagai berikut:

1. Agar penelitian yang akan datang menjadi lebih baik, disarankan supaya pengaruh faktor ukuran asset dan usia perusahaan diperhitungkan.
2. Untuk penelitian yang akan datang perlu diusahakan data mengenai EBIT dan tanggal publikasi laporan keuangan yang akurat sebagai dasar penghitungan harga saham.
3. Pada penelitian ini, variabel WC/TA dan BVE/TL masing-masing mempunyai pengaruh negatif terhadap harga saham. Secara logika, variabel tersebut seharusnya memiliki pengaruh positif terhadap harga saham. Hal ini dapat diteliti lebih lanjut guna mengetahui apakah fenomena ini terjadi secara kebetulan atau tidak.

DAFTAR PUSTAKA

- Altman, Edward I., *Corporate Financial Distress and Bankruptcy*, 2nd Edition, New York, John Wiley & Sons, Inc., 1993.
- Altman, Edward I., "Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy", *Journal of Finance*, September 1968.
- Altman, Edward I. and Joseph Spivack, "Predicting Bankruptcy: The Value Line Relative Financial Strength System vs. The Zeta Bankruptcy Classification Approach", *Financial Analyst Journal*, November-December 1983.
- Andrews, Frank M., Laura Klem, Terrence N. Davidson, Patrick M. O'Malley, Willard L. Rodgers, *A Guide For Selecting Statistical Techniques for Analyzing Social Science Data*, 2nd Edition, Survey Research Center Institute for Social Research, The University of Michigan, 1981.
- Bacidore, Jeffrey M., John A. Boquist, Todd T. Milbourn, and Anjan V Thakor, "The Search for the Best Financial Performance Measure", *Financial Analyst Journal*, May/June 1997.
- Ball, Ray and Philip Brown, "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", *Journal of Accounting Research*, No. 2, pp. 159-178, 1968.
- Barnes, Paul, "The Analysis and use of Financial Ratios: A Review Article" *Journal of Business Finance and Accounting*, Winter 1987.
- Brigham, Eugene F and Louis C. Gapenski, *Intermediate Financial Management*, 4th Edition, New York, The Dryden Press, 1993.
- Eberhart, Allan C., Edward I. Altman, and Reena Aggarwal, "The Equity Performance of Firms Emerging from Bankruptcy", *The Journal Of Finance*, Vol LIV No. 5, October 1999.
- Eko B. Supriyanto, *Misteri Kredit Macet Rp 600 Triliun*, Info Bank, Edisi No.245, Januari Vol.XXII., 2000.
- Emory, C. William and Donald R. Copper, *Business Research Methods*, 5th Edition, Homewood Illionis, Richard D. Irwin, Inc., 1995.

- Fama, E.F., "Efficient Capital Market; A Review of Theory and Empirical Work", *The Journal of Finance*, No.2, pp. 383-417, 1970.
- Fama, E.F. and French K.R., "The Cross Section of Expected Stock Returns", *Journal of Finance*, June, pp. 427-456, 1992.
- Farid Harianto dan Siswanto Sudomo (Penyunting), *Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia*, Jakarta, PT Bursa Efek Jakarta, 1998.
- Foster, G., *Financial Statement Analysis*, 2nd Edition, New Jersey, Prentice Hall, 1986.
- Hawawini, Gabriel and Claude Viallet, *Finance for Executives: Managing for Value Creation*, Cincinnati Ohio, South-Western College Publishing, 1999.
- Indonesian Capital Market Directory*, Institute for Economic and Financial Research, 1995.
- Indonesian Capital Market Directory*, Institute for Economic and Financial Research, 1996.
- Indonesian Capital Market Directory*, Institute for Economic and Financial Research, 1997.
- Indonesian Capital Market Directory*, Institute for Economic and Financial Research, 1998.
- Indonesian Capital Market Directory*, Institute for Economic and Financial Research, 1999.
- Indonesian Capital Market Directory*, Institute for Economic and Financial Research, 2000.
- J. Supranto, *Ekonometrik*, Cetakan Pertama, Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, Jakarta, 1995.
- J. Supranto, *Statistik Teori dan Aplikasi*, Edisi Kelima, Penerbit Airlangga, Jakarta, 1998.
- Keller, Warrack, and Bartel, *Statistics for Management and Economics: A Systematical Approach*, 2nd Edition, Wadworth, 1990.

- Levine, Summer N., *Financial Analyst Handbook: Method, Theory, and Portfolio Management*, Homewood Illionis, Dow Jones-Irwin, Inc., 1975.
- Mas'ud Machfoedz, "Financial Ratio Analysis and The Prediction of Earnings Changes in Indonesia", *Jurnal Keuangan - Kelola*, No. 7/III., 1994.
- Mas'ud Machfoedz, "Pengaruh Krisis Moneter pada Efisiensi Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Vol. 14. No.1, 1999.
- Mikkelson and Partch, "Stock Price Effects and Cost of Secondary Distribution", *Journal of Financial Economics*, No. 14, pp. 94-165, 1985.
- Ohlson, James A., "Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy", *Journal of Accounting Research*, Vol. 18 No.1, Spring 1980.
- Patell, James and Mark Wolfson, "The Intraday Speed of Adjustment of Stock Prices to Earnings and Dividend Announcements", *Journal of Financial Economics*, June, 1984.
- Pearce, John A. dan Richard B. Robinson, (terjemahan Ir. Agus Maulana, MSM), *Manajemen Strategik: Formulasi, Implementasi, dan Pengendalian*, Jakarta, Binarupa Aksara, 1997.
- Reinganum, M.R., "Misspecification of Capital Assets Pricing: Empirical Anomalies Based on Earnings Yields and Market Value", *Journal of Financial Economics*, March, 1992.
- Scott, William R., *Financial Accounting Theory*, Prentice-Hall International Inc., 1997.
- Silalahi, Pande Radja, "Dampak Depresiasi Rupiah terhadap Pasar Modal, Perbankan dan Dunia Usaha", *Jurnal Pasar Modal*, No. 8, Agustus 1997.
- Walsh, Ciaran, *Key Management Ratios*, London, Pitman Publishing, 1996.

Zainuddin dan Jogiyanto Hartono, "Manfaat Rasio Keuangan dalam Memprediksi Pertumbuhan Laba: Suatu Studi Empiris pada Perusahaan Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.2, No.1, Januari 1999.